MOEDA, CRÉDITO BANCÁRIO E CICLOS ECONÔMICOS

Jesús Huerta de Soto

MOEDA, CRÉDITO BANCÁRIO E CICLOS ECONÔMICOS

1ª Edição

Editado por:
Instituto Ludwig von Mises Brasil
R. Iguatemi, 448, cj. 405 – Itaim Bibi
CEP: 01451-010, São Paulo – SP
Tel.: +55 11 3704-3782
Email: contato@mises.org.br
www.mises.org.br

Impresso no Brasil/*Printed in Brazil*
ISBN – 978-85-8119-002-0

1ª Edição

Tradução do espanhol para o português de Portugal:
Nuno Carvalho

Adaptação do português de Portugal para o português do Brasil:
Márcia Xavier de Brito

Imagens da capa:
koya979/Shutterstock

Capa:
Neuen Design / Toledo Propaganda

Projeto gráfico:
André Martins

Ficha Catalográfica elaborada pelo bibliotecário
Sandro Brito – CRB8 – 7577
Revisor: *Pedro Anizio*

S718m de Soto, Jesús Huerta
Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos / Jesús Huerta de Soto ; tradução de Márcia Xavier de Brito. – São Paulo : Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2012.
736 p.

ISBN 978-85-8119-002-0

1. Moeda 2. Sistema bancário 3. Economia 4. Ciclos econômicos 5. Crédito bancário I. Título.

CDD – 330.01
332.4

"O Instituto Ludwig von Mises Brasil dedica este volume à Leonidas Zelmanovitz, mestre e doutor em Economia Austríaca pela Universidade Rey Juan Carlos, de Madri."

Sumário

Capítulo 8 – Teoria do Sistema Bancário Central e do Sistema Bancário Livre

Capítulo 9 – Uma Proposta de Reforma do Sistema Bancário. A Teoria do Coeficiente de Caixa de 100%

Prefácio à Quarta Edição Espanhola

É com prazer que apresento aos leitores de língua espanhola a quarta edição de *Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos*, especialmente necessária no momento atual em que se desencadeia, com toda a virulência, a grave crise financeira e consequente recessão econômica mundial que já vínhamos anunciando há dez anos, quando publicamos a primeira edição do presente livro.

* * *

A política de expansão artificial do crédito consentida e orquestrada pelos bancos centrais ao longo dos últimos quinze anos não poderia acabar de outra maneira. O ciclo expansivo que agora vimos terminar foi reforçado a partir do momento em que a economia norte-americana saíra de sua última recessão (rápida e reprimida) em 2001 e o *Federal Reserve* mais uma vez empreendera uma grande expansão de crédito artificial e de investimento, iniciada em 1992. Esta expansão de crédito não estava sustentada em um aumento paralelo da poupança voluntária das economias domésticas. Durante vários anos, o volume monetário em forma de cédulas e depósitos cresceu em um ritmo médio superior a 10% por ano (o que equivaleria a duplicar a cada período de sete anos o volume total de moeda em circulação no mundo). Esta grave inflação fiduciária dos meios de pagamento foi introduzida no mercado pelo sistema bancário em forma de novos créditos com taxas de juros muito reduzidas (até mesmo negativas, em termos reais), o que impulsionou uma bolha especulativa na forma de uma significativa alta de preços dos bens de capital, dos ativos imobiliários e dos títulos representativos destes negociados em bolsa de valores, cujos índices cresceram de modo espetacular.

De forma curiosa e semelhante ao que ocorreu nos "felizes" anos anteriores à Grande Depressão de 1929, o choque de crescimento monetário não atingiu de forma significativa os preços do subconjunto dos bens e serviços de consumo (cerca de somente um terço do total dos bens). E na última década, similarmente aos anos 1920, houve um notável aumento de produtividade, resultado da introdução maciça de novas tecnologias e importantes inovações empresariais que, na ausência de uma injeção monetária e creditícia, produziram uma redução saudável e contínua no preço unitário dos bens e serviços de consumo. Ademais, a incorporação plena das economias da China e da Índia ao mercado globalizado impulsionou ainda mais a produtividade real de

bens e serviços de consumo. A ausência de uma deflação saudável dos preços nos bens de consumo em uma etapa de tamanho crescimento de produtividade como o ocorrido nos últimos anos é a principal prova de que o processo econômico foi muito perturbado pelo choque monetário, fenômeno que analisaremos com detalhes no subtítulo 9 do capítulo 6; "A Política de Estabilização do Nível Geral dos Preços e os Efeitos de Desestabilização sobre o Sistema Econômico".

Como explicamos no presente livro, a expansão artificial do crédito e a inflação dos meios de pagamento (fiduciária) não constituem um atalho para um desenvolvimento econômico estável e sustentado, sem necessidade de sacrifício e disciplina, pressupostos de uma taxa elevada de poupança voluntária (que, ao contrário, sobretudo nos Estados Unidos, durante os últimos anos não só não cresceu como houve até ocasiões com taxas negativas). É isso o que sempre são as expansões artificiais de crédito e de moeda: comer pão hoje e ter fome amanhã. Na realidade, hoje não há dúvida alguma a respeito do caráter recessivo que, a longo prazo, sempre tem o choque monetário: o crédito novo (não previamente poupado pelos cidadãos) coloca à disposição dos empresários, imediatamente, uma capacidade aquisitiva que estes despendem em projetos de investimentos desproporcionalmente ambiciosos (durante os últimos anos especialmente no setor da construção civil e dos lançamentos imobiliários), como se a poupança dos cidadãos houvesse aumentado, quando, de fato, tal coisa não ocorreu. Assim, é criada uma descoordenação generalizada no sistema econômico: a bolha financeira ("exuberância irracional") afeta negativamente a economia real e, cedo ou tarde, o processo se reverte em forma de recessão econômica, dando início ao doloroso e necessário ajuste que sempre exige a readaptação de toda a estrutura produtiva real distorcida pela inflação. São vários os potenciais gatilhos que precipitam a passagem da euforia característica da "embriaguez" monetária para a "ressaca" recessiva, e estes podem variar de um ciclo para o outro. Nas atuais circunstâncias os gatilhos mais visíveis foram a elevação do preço das matérias primas e, especialmente, o do petróleo; a crise das ditas hipotecas *subprime* nos Estados Unidos e, por fim; a crise de importantes instituições bancárias com a descoberta, no mercado, de que o valor de seus ativos (empréstimos hipotecários concedidos) era inferior aos passivos.

Atualmente são muitas as vozes interessadas que reclamam reduções nas taxas de juros e novas injeções monetárias que permitam aos investimentos terminarem sem perdas. Sem dúvida, tal saída só postergaria temporariamente os problemas e os tornaria, em pouco tempo, muito mais graves. Na verdade, a crise chegou porque os ganhos das empresas de bens de capital (especialmente no setor da construção ci-

vil e dos lançamentos imobiliários) desapareceram como resultado dos erros empresariais induzidos pelo crédito barato e porque os preços dos bens de consumo começaram a se comportar relativamente melhor que os bens de capital. A partir deste momento se inicia um doloroso e inevitável ajuste que, além dos problemas de queda da produção e aumento do desemprego, é somado o crescimento dos preços e dos bens de consumo (recessão inflacionária ou "estagflação").

A análise econômica mais rigorosa e a interpretação mais imparcial e ponderada dos últimos acontecimentos econômicos e financeiros reforçam a conclusão de que, tal como aconteceu com as tentativas fracassadas de planificar, centralmente, a extinta economia soviética, é impossível que os bancos centrais (verdadeiros órgãos de planificação financeira central) sejam capazes de acertar a política monetária mais conveniente a cada momento. Dito de outro modo, o teorema da impossibilidade econômica do socialismo, descoberto pelos economistas austríacos Ludwig von Mises e Friedrich A. von Hayek, segundo o qual é impossível organizar economicamente a sociedade com base em ordens coercitivas emanadas de um órgão de planificação, visto que este nunca chega a ter a informação de que necessita para dar um conteúdo coordenador a seu mandato, é plenamente aplicável aos bancos centrais em geral e ao *Federal Reserve* em particular, à Alan Greenspan e, hoje, à Ben Bernanke: não há nada mais perigoso do que cair na "arrogância fatal", na feliz expressão de Hayek, de acreditar na própria onisciência, ou ao menos, na própria sabedoria e poder para ser capaz de implementar, a cada momento, a política monetária mais conveniente (*fine tuning*). Portanto, o mais provável é que o *Federal Reserve* e, em menor medida, o Banco Central Europeu, mais do que suavizar os movimentos mais agudos do ciclo econômico, tenham sido os principais artífices responsáveis pela sua criação e agravamento. Portanto, o dilema de Ben Bernanke e de seu conselho do *Federal Reserve*, bem como dos demais bancos centrais (encabeçados pelo europeu) não é nada cômodo. Há anos têm negligenciado sua responsabilidade monetária e agora encontram-se em um beco sem saída: ou permitem que se inicie desde já o processo recessivo, com o saudável e doloroso ajuste, ou seguem adiante "dando ao bêbado, que já sente a agressividade da ressaca, mais álcool", aumentando assim, exponencialmente, a possibilidade de, em um futuro distante, recairmos em uma recessão inflacionária ainda mais grave (este foi exatamente o erro por detrás do *crash* da bolsa de valores de 1987, que nos levou à inflação do final dos anos 1980 e terminou na grave recessão dos anos 1990-1992). Além disso, reiniciar, nesta altura dos acontecimentos, uma política de crédito barato só poderá dificultar a necessária liquidação dos investimentos não rentáveis e a conversão das empresas,

podendo até chegar a fazer com que a recessão se prolongue indefinidamente, como ocorreu na economia japonesa nos últimos anos, que depois de experimentar todas as intervenções possíveis, deixou de responder a qualquer estímulo de expansão de crédito monetarista ou keynesiana. Neste contexto de "esquizofrenia financeira", temos de interpretar os últimos "tiros no escuro" das autoridades monetárias (responsáveis por dois objetivos intimamente contraditórios: por um lado, controlar a inflação, e por outro, injetar toda a liquidez necessária para evitar o desmoronamento do sistema financeiro). Assim, um dia o *Federal Reserve* resgata a Bear Stearns (e depois a AIG, Fannie Mae, Freddie Mac e o Citigroup), para no dia seguinte deixar falir a Lehman Brothers, sob o pretexto mais do que justificado de "dar uma lição" e não alimentar o *moral hazard* (risco moral). Depois, diante do rumo dos acontecimentos, foi aprovado um plano de 700 bilhões de dólares para comprar os eufemisticamente denominados ativos "tóxicos" ou "líquidos" (ou seja, sem valor) do sistema bancário, que se financiado com a carga tributária (e não via inflação) acarretará uma grande carga impositiva para as economias domésticas, justo no momento em estas menos podem se permitir tal medida. Por último, e diante das dúvidas que o dito plano pudesse surtir efeito, se optou por injetar dinheiro público diretamente nos bancos, e por "garantir" a totalidade dos depósitos reduzindo quase a zero as taxas de juros.

Comparativamente, a situação das economias da União Europeia é um tanto melhor que a dos Estados Unidos (excetuando o efeito expansivo da política deliberada de depreciação do dólar e a rigidez europeia relativamente maior, em especial no mercado de trabalho, que tende a prolongar e tornar as recessões no continente europeu mais dolorosas). A política expansionista do Banco Central Europeu, embora não esteja isenta de erros graves, tem sido menos irresponsável que a do *Federal Reserve*. Além disso, o cumprimento dos critérios de convergência, à época, representou um notável e saudável saneamento das principais economias europeias. Somente os países periféricos como a Irlanda e, sobretudo, a Espanha, se viram imersos desde o início do processo de convergência em uma importante expansão creditícia. O caso espanhol é paradigmático. A economia espanhola experimentou um *boom* econômico que, em parte, se deveu a causas reais (reformas estruturais liberalizantes empreendidas a partir do governo de José Maria Aznar em 1996); porém, noutra parte nada insignificante, se viu alimentada por uma expansão artificial de moeda e crédito, que cresceram a taxas quase três vezes superiores às da França ou Alemanha. Os agentes econômicos espanhóis interpretaram, em grande medida, a baixa das taxas de juros, resultado do processo de convergência, em termos do relaxamento monetário, tradicionais no

país: maior disponibilidade de dinheiro fácil e maciços pedidos de crédito aos bancos espanhóis (sobretudo para financiar a especulação imobiliária), que os criaram do nada, sob o olhar impávido do Banco Central Europeu. Este último, diante da alta dos preços e fiel a seu mandato, conforme a possibilidade, tem tentado manter as taxas de juros, apesar das dificuldades daqueles membros da União Monetária que, como a Espanha, agora descobrem que grande parte dos investimentos em imóveis foi um erro e se veem condenados a uma duradoura e dolorosa reestruturação de suas economias reais.

Nestas circusntâncias, a política mais adequada seria liberar a economia em todos os níveis (e especialmente o mercado de trabalho) para permitir que os fatores produtivos (no caso, o fator trabalho) sejam rapidamente realocados aos setores rentáveis. Do mesmo modo é imprescindível a redução do gasto público e dos impostos, de modo a aumentar a renda disponível dos agentes econômicos fortemente endividados que necessitam pagar, quanto antes, seus empréstimos. Os agentes econômicos em geral e as empresas em particular só se saneam reduzindo custos (especialmente custos de pessoal) e pagando suas dívidas. É, portanto, essencial um mercado de trabalho bastante flexível e um setor público muito mais austero. Dependerá do mercado descobrir, o quanto antes, quais são os verdadeiros valores reais dos bens de investimento produzidos por erro, estabelecendo assim as bases para uma recuperação econômica sã e sustentável em um futuro que, para o bem de todos, esperamos que não demore muito a chegar.

* * *

Não devemos esquecer que o período de expansão artificial passado se caracterizou, entre outros aspectos, por uma corrupção gradual, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, dos princípios tradicionais da contabilidade e do modo como a mesma vinha sendo aplicada há séculos em todo o mundo. Concretamente, a aprovação das ditas Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e de sua transposição em lei nos diferentes países (na Espanha por meio do Novo Plano Geral de Contabilidade que entrou em vigor no dia 1 de janeiro de 2008) levou ao abandono do tradicional princípio de prudência, substituído pelo valor de mercado ou valor razoável (*fair value*) no momento valoração dos ativos do balanço, especialmente aqueles de caráter financeiro. Neste abandono do princípio tradicional de prudência exerceram grande pressão tanto as empresas gestoras das bolsas de valores quanto os bancos de investimento e, em geral, em todos aqueles interessados em “inflar” os valores do balanço com a finalidade de aproximá-los aos valores de cotação na

bolsa de valores, supostamente mais "objetivos" e que no passado não deixavam de crescer em fases de euforia financeira. Efetivamente, dito processo se caracterizou, durante os anos da "bolha especulativa" pela retroalimentação existente entre os crescentes valores cotados na bolsa e o imediato reflexo contábil, que, por sua vez, se utilizava para justificar crescimentos artificiais posteriores nos preços dos ativos financeiros cotados em bolsa.

Na corrida ensandecida para abandonar os princípios tradicionais da contabilidade e substituí-los por outros "mais de acordo com os novos tempos", tornou-se moeda comum a valoração de empresas em função de hipóteses pouco ortodoxas e de critérios puramente subjetivos que segundo as novas regras substituem o único critério verdadeiramente objetivo (o da transação histórica). Agora, o desmoronamento dos mercados financeiros e a perda generalizada de confiança, por parte dos agentes econômicos, nos bancos e em sua contabilidade vieram a revelar o grave erro cometido ao deixar se levar pelas NIC e seu abandono dos princípios contábeis tradicionais baseados na prudência, caindo nos vícios da contabilidade criativa de valores "razoáveis" de mercado (*fair value*).

Neste contexto devemos entender as recentes medidas tomadas tanto nos Estados Unidos como na União Europeia para "suavizar" (a saber, reverter parcialmente) a aplicação do valor razoável na contabilidade das entidades financeiras. Medida na direção correta, mas incompleta e realizada por razões equivocadas. Na verdade, as entidades financeiras "só se lembraram de Santa Bárbara ao trovejar", quer dizer, quando o desmoronamento do valor dos ativos "tóxicos" ou "líquidos" haviam ameaçado a solvência. Mas, estavam encantadas com as novas NIC, que as permitiram ostentar nos próprios balanços e patrimônio um valor elevadíssimo nos anos de "exuberância irracional" por conta dos crescentes e disparatados valores financeiros e das bolsas de valores, que, por sua vez, as animaram a assumir riscos (ou melhor, incertezas) praticamente sem controle. Torna-se evidente, portanto, como as NIC atuam de forma pró-cíclica, incrementando a volatilidade e desviando erroneamente a gestão empresarial: em períodos de bonança geram um falso "efeito riqueza" que induz a assumir riscos desproporcionais e, quando do dia para a noite aparecem os erros cometidos, a perda de valor dos ativos descapitaliza imediatamente as empresas que se veem obrigadas a vender ativos e tratar de se recapitalizar no pior momento, a saber, quando os ativos valem menos e quando os mercados financeiros se debilitam. Obviamente, princípios contábeis que, como as NIC, se mostraram tão perturbadores deveriam ser abandonados o quanto antes, revertendo todas as reformas

contábeis recém-promulgadas, em especial a reforma espanhola que entrou em vigor em 1 de janeiro de 2008. E não só pelo impasse que as mesmas impõem em tempos de crise financeira e recessão econômica, como também e sobretudo, porque é vital que em tempos de bonança não se abandone o princípio de prudência valorativa que orientou todo o sistema contábil desde Luca Pacioli, no início do século XV até que o falso ídolo das NIC se tornou oficial.

Em suma, o erro mais grave da recém-iniciada reforma contábil em todo o mundo consiste em ter feito tábula rasa dos séculos de experiência contábil e de gestão empresarial ao substituir o princípio da prudência, princípio máximo de classificação hierárquica dentre todos os princípios tradicionais da contabilidade, pelo princípio chamado de “valor razoável”, que não é outro senão a introdução da volatilidade no mercado para toda uma série de ativos, especialmente os de natureza financeira. Tal mudança copernicana é extremamente prejudicial e ameaça as próprias fundações da economia de mercado pelos seguintes motivos. Em *primeiro lugar*, violar o princípio tradicional de prudência e obrigar a contabilização de valores de mercado, dá ensejo a que, segundo as circunstâncias do ciclo econômico, os valores do balanço sejam inflados com uma mais-valia que não existe e que, em muitas circusntâncias pode ser que não cheguem nunca a se existir. O artificial “efeito riqueza” que isso pode gerar, em especial nas etapas de auge de cada ciclo econômico, induzem à distribuição de benefícios fictícios ou meramente conjunturais, à tomada de riscos desproporcionais e, em suma, ao cometimento de erros empresariais sistemáticos e ao consumo do capital da sociedade em detrimento de uma estrutura produtiva saudável com capacidade de crescimento no longo prazo. Em *segundo lugar*, devo insistir que o objetivo da contabilidade não é coletar os supostos valores “reais” (de todo modo subjetivos, e que se determinam e variam diariamente nos respectivos mercados) sob o pretexto de chegar a uma mal interpretada “transparência contábil”, senão tornar possível a gestão prudente de cada empresa e evitar o consumo de capital[1], mediante a aplicação de critérios estritos de conservadorismo contábil (baseados no princípio da prudência e na contabilização ao custo histórico ou valor de mercado, aquele que for menor) que garantam a qualquer momento que o dividendo distribuído provém de um remanescente seguro cuja distribuição, de forma alguma, ponha em risco a viabilidade e capitalização futura da

[1] Ver em especial F.A. Hayek, “the Maintenance of Capital”, *Economica*, II (agosto 1934), reeditado em *Profits, Interests and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Augustus M. Kelley, New Jersey, 1979, (1ª edição publicada por George Routledge & Sons, London, 1939), especialmente o título “Capital Accounting and Monetary Policy”, p. 130-32.

empresa. Em *terceiro lugar*, devemos ter em conta que no mercado não existem preços de equilíbrio que possam ser determinados de forma objetiva por um terceiro. É o contrário, os valores de mercado são apreciações subjetivas e estão submetidos a grandes oscilações, pelo que sua aplicação aos efeitos contábeis elimina grande parte da clareza, segurança e informação que os balanços tinham antigamente. Agora tornaram-se, em grande parte, incompreensíveis e inúteis para os agentes econômicos. Ademais, a volatilidade característica dos valores de mercado, sobretudo ao longo do ciclo econômico, faz com que a contabilidade baseada nos "novos princípios" perca grande parte da virtude de guia de ação para os gestores da empresa, induzindo-os sistematicamente a importantes erros de gestão que culminaram na geração da maior crise financeira que assolou o mundo desde 1929.

* * *

No capítulo 9 deste livro, "Uma Proposta de Reforma do Sistema Bancário. A Teoria do Coeficiente de Caixa de 100%", é esboçado um processo de transição para a única ordem financeira mundial que, ao ser compatível com o sistema de livre mercado, é capaz de eliminar as crises financeiras e recessões econômicas que vêm afetando ciclicamente as economias do mundo. Esta reforma financeira internacional proposta em nosso livro adquire a máxima atualidade na época atual (novembro de 2008) em que os governos europeus e norte-americanos, desconcertados, organizaram uma conferência mundial para reformar o sistema monetário internacional com o objetivo de evitar, no futuro, a repetição de crises financeiras e bancárias tão graves como as que neste momento sacodem o mundo ocidental. Pelas razões detalhadamente explicadas ao longo dos nove capítulos deste livro, toda reforma futura fracassará, tão lamentavelmente quanto fracassaram as reformas passadas, caso não esteja orientada para solucionar a própria raiz dos atuais problemas com base nos seguintes princípios: 1) reestabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% para todos os depósitos bancários à vista e equivalentes; 2) eliminação dos bancos centrais como emprestadores de última instância (desnecessários caso se aplique o princípio anterior e prejudiciais, se continuarem atuando como órgãos de planificação financeira central); 3) privatização da atual moeda monopolista e estatal de tipo fiduciário e sua substituição pelo padrão-ouro clássico. Esta reforma radical e definitiva, seria, como, o ponto máximo da queda do muro de Berlim e do socialismo real ocorrido em 1989, ao serem aplicados os mesmos princípios baseados na liberalização e na propriedade privada ao único âmbito, o financeiro e bancário, que até agora permaneceu

ancorado na planificação (dos bancos, que exatamente por isso são chamados de "centrais"), no intervencionismo extremo (fixação de taxas de juros, emaranhado de regulamentações administrativas) e no monopólio estatal (leis cogentes que obrigam a aceitar a atual moeda fiduciária emitida pelo estado), com consequências tão negativas como aquelas conhecidas por todos.

Devemos ressaltar, além disso, que o processo de transição planejado no último capítulo deste livro inicialmente também podia tornar possível o "salvamento" (*bail out*) do atual sistema bancário evitando seu rápido desmoronamento, com a ineludível e súbita contração monetária que se produziria caso, em um contexto de quebra generalizada da confiança dos depositantes, desaparecesse um volume significativo de depósitos bancários. Este objetivo a curto prazo, que atualmente os governos ocidentais se esforçam para alcançar desesperadamente com os planos mais variados (compras em massa de ativos bancários "tóxicos", garantia *ad hominen* de todos os depósitos ou simplesmente a nacionalização parcial ou total do sistema bancário privado), poderia acontecer de maneira muito mais efetiva, rápida e inócua para a economia de mercado caso fosse primeiramente aplicado o primeiro passo da reforma que propusemos neste livro [pg. 642-649]: a consolidação da totalidade dos atuais depósitos (à vista e equivalentes) dos bancos pelo equivalente em efetivo (caixa) que lhes seria entregue, para que, a partir daí, mantivessem um coeficiente de caixa de 100% com relação aos mesmos. No gráfico IX-2 do referido capítulo, é descrito como ficaria o balanço agregado do sistema bancário a partir da consolidação, que não seria de modo algum inflacionária (pois a moeda recém-criada seria "estéril" para responder colateralmente a qualquer retirada súbita de depósitos), e que além disso liberaria todos os ativos do sistema bancário ("tóxicos" ou não) que atualmente se sobressaem como colaterais dos depósitos à vista (e equivalentes) nos balanços dos bancos privados. No capítulo 9 é proposto, na suposição de que a transição para o novo sistema financeiro se efetue em circunstâncias "normais" não afligidas por uma crise financeira tão grave como a atual, que os ativos "liberados" passem a formar parte de fundos de investimento criados *ad hoc*, geridos pelo sistema bancário para trocar suas participações por títulos da dívida pública e demais obrigações implícitas derivadas do sistema público de previdência social. Contudo, no atual momento de grave crise financeira e econômica, se abre a alternativa não só de cancelar os ditos fundos de ativos "tóxicos", como além disso, de dedicar uma parte do restante, caso se deseje, para que os poupadores (não os depositantes, pois estes já teriam consolidado seus depósitos a 100%) pudessem recuperar grande parte do valor perdido nos investimentos (especialmente pelos empréstimos

aos bancos comerciais, bancos de investimentos e sociedades gestoras de fundos de participação). Com tais medidas imediatamente se reestabeleceria a confiança, deixando um significativo remanescente para fazer frente ao objetivo inicial de trocar, de uma só vez e sem custos, grande parte do volume da dívida pública emitida pelos governos. Em todo caso é necessário fazer uma advertência importante: como é natural, e não cansamos de repetir, a solução proposta só é válida no contexto de uma decisão irrevogável para o reestabelecimento de um sistema bancário livre submetido ao coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista. A ocorrência de qualquer das reformas indicadas sem o pleno prévio convencimento e decisão de modificação do sistema financeiro e bancário internacional da maneira indicada seria simplesmente desastrosa: um sistema bancário privado que continuar atuando com reserva fracionária (orquestrada pelos correspondentes bancos centrais) geraria, de forma multiplicadora e a partir do efetivo criado para respaldar os depósitos, uma expansão inflacionária como jamais se viu na história e que acabaria por dar o golpe de misericórdia em todo o sistema econômico.

✻ ✻ ✻

As considerações anteriores são de máxima importância e evidenciam a grande atualidade que o presente tratado adquiriu devido à situação crítica em que se encontra o sistema financeiro internacional (embora preferisse escrever o prólogo para esta edição em circunstâncias econômicas bem diferentes). Pois bem, se é trágico que tenhamos chegado à situação atual, mais trágica ainda é, se possível, a falta de compreensão generalizada sobre as causas dos fenômenos que nos assolam e, sobretudo, a confusão e o desconcerto que reina entre os especialistas, analistas e a maior parte dos teóricos da economia. Neste contexto, ao menos tenho esperanças de que as sucessivas edições do presente livro, lançado em todo o mundo[2], possam contribuir para a formação teórica dos leitores, para rearmar intelectualmente as novas gerações e, eventualmente, para alcançarmos o tão necessário redesenho institucional de todo o sistema monetário e financeiro das atuais

[2] No período transcorrido entre a última edição e a quarta edição espanhola, a primeira edição inglesa de quase 4.000 exemplares publicada nos Estados Unidos em 2006 se esgotou, e se prepara uma segunda edição para publicação em 2009. Além disso, foi publicada uma tradução russa com o título *Dengi, bankovskiy kredit i economicheskie tsikly* (ed. Sotsium, Moscou, 2008), feita por Tatjana Danilova e Grigory Sapov, em uma tiragem de 3.000 exemplares e que tive o prazer de apresentar no dia 30 de outubro de 2008 na Alta Escola de Economia da Universidade Estatal de Moscou. Igualmente, a professora Rosine Létinier fez a tradução francesa que está sendo produzida. Também foi terminada a tradução feita por Grzegorz Luczkiewicz e estão em estágios avançados as traduções alemã, tcheca, italiana, romena, holandesa, chinesa, japonesa e árabe que espero, com a graça de Deus, venham à luz em um futuro muito próximo.

economias de mercado. Se assim for, não só me darei por satisfeito pelo esforço empreendido como também considerarei uma grande honra haver contribuído, ainda que minimamente, para avançar na direção correta.

Jesús Huerta de Soto

Festa de São Diego de Alcalá
Madri, 13 de novembro de 2008

Prefácio à Quinta Edição Espanhola

Durante os anos transcorridos desde a última edição de *Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos*, o processo de recessão econômica desencadeado pela crise financeira de 2007 continuou. Tal processo consiste no inevitável reajuste e reestruturação microeconômica de uma estrutura produtiva real que, como consequência da expansão do crédito dos anos anteriores de "bolha especulativa", se tornara insustentável. Ainda que a política fiscal e monetária dos governos tenha sido errática e contraproducente, ao fim, o crescimento desmedido do déficit das administrações públicas gerou nos mercados internacionais uma irrestrita crise da dívida pública de gravidade tal que os diferentes governos, um a um, se viram obrigados a tomar medidas, ainda que tímidas, na direção correta, reduzindo o gasto público, o intervencionismo e a regulamentação da economia ao flexibilizar e liberalizar os mercados dos fatores de produção e, especialmente, o mercado de trabalho.

Neste sentido, é preciso ressaltar a situação daqueles países que, como a Espanha, pela primeira vez na história tiveram de enfrentar uma profunda crise econômica sem autonomia monetária, por fazer parte da União Monetária Europeia. Para os países do euro, de modo semelhante ao papel que exerceu na época o padrão-ouro, acabou com o nacionalismo monetário e com a possibilidade de reagir à crise expandido o volume monetário, depreciando ou desvalorizando a moeda e prorrogando indefinidamente as necessárias reformas estruturais de austeridade do setor público e de liberalização econômica. Curiosamente, pela primeira vez, nossos políticos não tiveram outro remédio salvo dizer, finalmente, a verdade sobre a gravidade da situação dos cidadãos, empreendendo reformas que até aquele momento pareciam impensáveis politicamente. E, ainda que fosse apenas por isso, deveriam ser especialmente gratos ao *euro*, ao menos aqueles membros da União Monetária que normalmente, até então, haviam seguido políticas econômicas menos austeras e mais irresponsáveis.[1]

Neste contexto econômico e político, a análise contida no presente livro sobre as causas da crise e as necessárias reformas do atual sistema bancário e financeiro, para que as mesmas inevitavelmente não se reproduzam no futuro, adquirem máxima atualidade e relevância. Uma

[1] Sem dúvida, a percepção alemã, cuja tradicional austeridade monetária corre perigo de desestabilização em consequência do *euro*, é diferente. Ver, neste sentido, Philipp Bagus, *The Tragedy of the Euro*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, 2011.

boa prova e exemplo disso foi a apresentação no parlamento do Reino Unido, feita pelos deputados *tories*, de um projeto de lei, cujo ápice seria retomar a lei bancária de Peel de 19 de julho de 1844 (curiosamente ainda em vigor) exigindo também o coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista e equivalentes, todos em consonância com uma das três prescrições do presente livro (as outras são a eliminação do banco central e o retorno ao padrão-ouro) cujo presente autor foi expressamente citado na apresentação diante da dita Câmara.[2] Em todo o caso, o mero fato de se discutir no âmbito político esse projeto de reforma tem, por si só, uma extraordinária importância e nos faz nutrir esperanças de que, talvez, estejamos tomando um bom rumo.

Outro motivo de esperança, e de satisfação para o autor das presentes linhas, é o crescente número de traduções em línguas estrangeiras do presente livro que surgiram em um curto espaço de tempo, desde a última edição em 2009. Concretamente, neste período foram publicadas as traduções polonesa, tcheca, romena, holandesa, francesa, alemã e italiana. Em suma, até o final da redação deste prefácio, o livro já foi traduzido em treze idiomas distintos e foi publicado em dez países diferentes.[3]

Em todo caso, e independente de que tais indícios no futuro se vejam confirmados e coroados de êxito, nossa responsabilidade inalienável como acadêmicos e teóricos da economia consiste em concentrar esforços na pesquisa e busca da verdade científica, entregando às futuras gerações um corpo de conhecimentos e princípios que lhes traga incentivos para prosseguir sem entraves e multiplicar ilimitadamente o progresso da humanidade e da civilização.

Jesús Huerta de Soto

El Aprisco, Señorio de Sarría,
Quinta-feira Santa
21 de abril de 2011

---

[2] Trata-se da *Financial Services Bill (Regulation of Deposits and Lending)* apresentada no parlamento britânico em 15 de setembro de 2010 pelos deputados *tories* representantes de Clacton e Wycombe, Douglas Carswell e Steve Baker, cujo discurso de apresentação se encontra publicado no boletim de debates parlamentares Hansard da mesma data (vol.515, n.46, p. 904-05).

[3] Desejo expressar meus agradecimentos especiais aos tradutores e editores das seguintes edições: polonesa (tradução de Grzegorz Luczkiewicz publicada em Varsóvia pelo Instytut Ludwiga von Misesa no ano de 2009); tcheca e eslovaca (tradução de M. Fronék, A, Túma, D. Vorechovsky, J. Havél e M. Janda, publicada em Praga por ASPI-Wolters Kluwer em 2009); romena (tradução de Diana Costea e Tudor Smirna, publicada em Iaşi pela editora da Universidade "Alexandru Ioan Cuza" em 2010); holandesa e flamenca (tradução de Tuur Demeester e Koen Swinkels, publicada em Louvain e Haya por ACCO em 2011); francesa (tradução da professora Rosine Létinier, publicada em Paris por L'Harmattan em 2011); alemã (tradução do professor Philipp Bagus, publicada por Lucius & Lucius em 2011) e italiana (tradução de Giancarlo Ianulardo, publicada por Rubettino em 2011). Por último, já terminaram as traduções chinesa, portuguesa, japonesa e árabe, que serão publicadas, com a graça de Deus, em um futuro próximo.

Introdução

A análise econômica das instituições jurídicas tem se tornado conhecida nos últimos anos e promete ser um dos ramos mais férteis da Economia. Muitas das obras produzidas até o momento sofreram demasiada influência dos pressupostos neoclássicos tradicionais, a saber, do conceito de maximização absoluta em contextos de equilíbrio. Ainda assim, as análises econômicas do Direito revelam as falhas da abordagem tradicional e o fazem melhor do que qualquer outro ramo da Economia. De fato, as instituições jurídicas estão tão estreitamente ligadas à vida cotidiana que torna-se difícil aplicar-lhes os pressupostos da análise econômica tradicional. Em outra ocasião já tentei apresentar os perigos que a perspectiva neoclássica traz à análise das insituições jurídicas.[1] Certamente, as análises econômicas do Direito são necessárias, mas exigem uma metodologia não somente menos restritiva do que a geralmente empregada hoje, como também mais apropriada a esse campo de pesquisa específico. A concepção subjetivista é uma abordagem mais conveniente. Desenvolvida pela Escola Austríaca, tem por base o conceito de ação humana criativa, ou atividade empresarial e encerra uma análise dinâmica dos processos gerais de interação social. Esta perspectiva promete dar grandes contribuições ao futuro desenvolvimento da análise econômica das instituições jurídicas.

Além disso, a maioria dos institutos jurídicos até então adotados apresentou resultados exclusivamente microeconômicos porque, dentre outros motivos, os teóricos apenas tomaram emprestadas as ferramentas analíticas da microeconomia neoclássica e as aplicaram na análise do Direito. Este foi o caso, por exemplo, da análise econômica dos contratos e da responsabilidade civil, da lei de falência, de família, bem como da lei penal e dos tribunais criminais. Poucas análises econômicas do Direito tiveram consequências macroeconômicas, e isso é reflexo da perniciosa separação feita há décadas entre os dois lados da Economia. Entretanto, esse não precisa ser o caso. É necessário reconhecer a Economia como um todo unitário, em que os elementos macroeconômicos estão solidamente fundamentados em bases microeconômicas. Ademais, tentarei demonstrar que a análise econômica de algumas instituições jurídicas permite insinuações críticas e conclusões que são

[1] Ver Jesús Huerta de Soto, "The Ongoing Methodenstreit of the Austrian School", *Journal des Économistes et des Études Humaines 8*, n. 1 (Março 1998): 75-113.

essencialmente macroeconômicas. Ou, em outras palavras, mesmo quando a análise básica é microeconômica, as conclusões obtidas e os resultados primários resultantes são macroeconômicos. Ao preencher a profunda lacuna entre micro e macroeconomia, chegamos a um tratamento teórico unificado dos assuntos jurídicos na análise econômica do Direito.

Este foi meu primeiro objetivo ao realizar a análise econômica do contrato de depósito monetário irregular, nas diferentes facetas. Além disso, espero que minha análise esclareça um dos ramos mais obscuros e complexos da Economia: a teoria monetária, do crédito bancário e dos ciclos econômicos. Agora que a questão do socialismo já foi resolvida,[2] ao menos de um ponto de vista teórico e empiricamente esclarecida a impossibilidade de seu funcionamento, o principal desafio teórico que os economistas tem de enfrentar no alvorecer do século XXI é aquele constituído pelo campo da moeda, crédito e instituições financeiras. A natureza altamente abstrata das relações sociais envolvendo as várias formas de moeda torna extremamente difícil a compreensão de tais relacionamentos bem como respectivo tratamento teórico, particularmente complexo. Além do mais, nas esferas financeira e monetária dos países ocidentais, uma série de instituições foram desenvolvidas e impostas, nomeadamente, os bancos centrais, a legislação bancária, o monopólio da moeda corrente e os controles do câmbio exterior. Tais instituições regulam totalmente o setor financeiro de cada país, tornando-o mais parecido com o sistema de planejamento central socialista do que é conveniente à uma verdadeira economia de mercado. Consequentemente, como tentarei demonstrar, os argumentos que estabelecem a impraticabilidade do cálculo econômico socialista são totalmente aplicáveis ao setor financeiro. Os defensores da Escola Austríaca de Economia originalmente desenvolveram tais argumentos ao mostrar ser impossível organizar uma sociedade de modo coordenado por meio de ordens ditatoriais. Caso minha tese esteja correta, a impraticabilidade do socialismo também será estabelecida no setor financeiro. Além disso, a inevitável falta de coordenação a que toda a intervenção estatal dá ensejo será prontamente revelada nas fases cíclicas de expansão e recessão que tradicionalmente afetam as economias mistas do mundo desenvolvido.

Hoje, qualquer estudo teórico que tentar identificar as causas, estágios e soluções e possibilidades de evitar os ciclos econômicos certamente terá destaque. Em verdade, ao escrever as presentes linhas

---

[2] Idem, *Socialismo, cálculo económico y function empresarial*. Madri: Unión Editorial, 1992, 2ª ed., 2001.

(novembro de 1997), uma grave crise bancária e financeira domina os mercados asiáticos e ameaça espalhar-se pela América Latina e pelo restante do mundo ocidental. Tal crise chega na esteira de um período de aparente prosperidade econômica que, por sua vez, se seguiu a severas crises financeiras e recessões econômicas que sacudiram o mundo no início dos anos 1990 e, em especial, no final dos anos 1970. Também, aos olhos das pessoas comuns, dos políticos e da maioria dos próprios teóricos da Economia, ainda não se alcançou a compreensão das verdadeiras causas desse fenômeno, e as sucessivas e recorrentes ocorrências são constantemente usadas tanto por políticos, filósofos e teóricos intervencionistas como pretexto para a rejeição da economia de mercado e para justificar um estágio de intervenção estatal ditatorial na economia e na sociedade.

Por isso, do ponto de vista da doutrina liberal clássica, é de grande interesse teórico analisar cientificamente a origem dos ciclos econômicos e, em particular, determinar o modelo ideal para o sistema financeiro de uma verdadeira sociedade livre. Ainda há discordância nesta esfera entre os próprios teóricos libertários, e existem grandes diferenças de opinião como no caso da necessidade do banco central, ou se seria melhor substituí-lo por um sistema bancário livre, e neste caso, a quais leis concretas os agentes econômicos participantes de tal sistema financeiro livre teriam de seguir. O banco central originalmente aparece como o resultado de uma série de intervenções governamentais despóticas, embora estas tenham sido impulsionadas por vários agentes do setor financeiro (mais especificamente, pelos próprios bancos privados), que em muitas ocasiões consideraram necessário demandar o apoio governamental para garantir a estabilidade de seus negócios durante períodos de crise econômica. Isso quer dizer que o banco central é uma consequência inevitável da economia de mercado? Ou melhor, que o modo característico de comerciar dos banqueiros privados, que em um dado momento se tornou corrupto do ponto de vista legal, fez com que as práticas financeiras se tornassem insustentáveis sem a cobertura de um emprestador de última instância? Estas e outras questões são do maior interesse teórico e devem ser objeto de cuidadosa análise. Em suma, meu principal objetivo é desenvolver um plano de pesquisa para determinar qual sistema bancário e financeiro apropriado à uma sociedade livre. Pretendo que a presente pesquisa seja multidisciplinar. Tomarei por base não só o estudo da ciência jurídica e da história do direito, como também da teoria econômica, especificamente, da teoria da moeda, do capital e dos ciclos econômicos. Ademais, minha análise lançará novas luzes em alguns eventos históricos relacionados ao domínio das finanças e

ilustrará melhor a evolução de certas correntes da história do pensamento econômico, bem como o desenvolvimento de várias técnicas contábeis e bancárias. Uma compreensão apropriada das finanças requer a integração de diversas disciplinas e ramos do conhecimento, e as consideraremos a partir de três perspectivas que julgo necessárias para entender corretamente qualquer fenômeno social: a histórico-evolucionária, a teórica e a ética.[3]

Este livro contém nove capítulos. No primeiro descrevo a natureza jurídica do depósito monetário irregular, dando especial ênfase às principais características que o distinguem dos contratos de empréstimo, ou mútuo. Ademais, o capítulo 1 lida com a distintiva lógica jurídica típica destas duas figuras, sua incompatibilidade fundamental, e como suas respectivas regulamentações incorporam princípios legais tradicionais e universais, identificados e desenvolvidos desde a época do direito romano clássico.

O capítulo 2 é um estudo dos eventos econômicos. Nele, analiso de que modo o tradicional princípio legal que regula o contrato de depósito irregular foi corrompido ao longo do tempo, primordialmente devido à tentação dos primeiros banqueiros em usar o dinheiro dos depositantes em benefício próprio. A intervenção do sistema político também exerceu um papel importante no processo. Sempre ávido em assegurar novos recursos financeiros, as autoridades políticas se voltaram para os banqueiros a quem estavam confiados outros depósitos e tentaram apropriar-se de tais fundos, dando aos banqueiros toda a sorte de privilégios, principalmente a autorização de usar as quantias dos depositantes em benefício próprio (é claro que sob a condição de que uma quantia significativa de tais fundos fosse emprestada aos próprios políticos). Este capítulo traz três exemplos (da Roma e Grécia clássicas, do renascimento da atividade bancária nas cidades medievais italianas e o reavivamento das atividades bancárias na época moderna) do processo de adulteração dos tradicionais princípios legais que regiam o contrato bancário de depósito monetário irregular, e delineia os efeitos econômicos resultantes.

No capítulo 3 adotei um ponto de vista legal para ponderar as diferentes tentativas teóricas de criação de uma nova estrutura contratual na qual se pretendia enquadrar o contrato de depósito bancário de moeda. Para justificar o empréstimo dos depósitos à vista para terceiros. Pretendo mostrar que tais tentativas de justificação estão permeadas de contradições lógicas insolúveis e, portanto, condenadas ao

[3] Apresentei a teoria da abordagem das três camadas para o estudo das questões sociais in: Jesús Huerta de Soto, "Conjectural History and Beyond", *Humane Studies Review* 6, n. 2 (Winter, 1988-1989): 10.

fracasso. Também explicarei como os efeitos de práticas bancárias privilegiadas (ver capítulo 2) expõem profundas contradições e fraquezas na formulação de uma nova base legal e teórica para o contrato de depósito irregular. A tentativa de estabelecer tais fundamentos remonta à Idade Média e continua inconclusa até os dias de hoje. Veremos com detalhes os diferentes esforços para formular um princípio legal sui generis capaz de reger os atuais depósitos bancários de moeda de uma maneira lógica e coerente. Concluo que tais intentos não foram bem-sucedidos, pois as atuais práticas bancárias se baseiam precisamente na violação dos princípios tradicionais dos direitos de propriedade que, caso desrespeitados, causam graves efeitos danosos nos processos de interação social.

Os capítulos 4, 5, 6 e 7 contêm o núcleo central de minha análise econômica a respeito dos contratos de depósito bancário e de como evoluíram ao longo do tempo; ou seja, usando o coeficiente de reserva fracionária para violar os tradicionais princípios legais. Explicarei por que a regra criteriosa de Hayek também é verdade para o sistema bancário. Por tal regra, sempre que um princípio universal de Direito é violado, cedo ou tarde, a sociedade sofrerá seus efeitos danosos. Do ponto de vista teórico, analisarei quais os efeitos das atuais práticas bancárias de desconsideração dos tradicionais princípios legais sobre o contrato de depósito monetário com relação à criação de moeda, à coordenação intra e intertemporal do mercado, ao empreendedorismo e aos ciclos econômicos. Concluo afirmando que os estágios de expansão, crise e recessão econômica recorrentes no mercado são resultado da violação dos tradicionais princípios do Direito nos quais deveriam basear-se os contratos de depósito bancário de moeda. Derivam dos privilégios que os banqueiros vieram a desfrutar e que foram concedidos no passado por governos por mútuo interesse. Estudaremos a teoria dos ciclos econômicos em profundidade, analisando de maneira crítica as explicações alternativas oferecidas pelas escolas monetarista e keynesianas para tal fenômeno.

O capítulo 8 se focaliza no banco central como emprestador de última instância. A criação de tal instituição foi consequência inevitável dos acontecimentos. Quando os princípios que devem governar o contrato de depósito irregular são violados, surgem efeitos tão pungentes e inescapáveis que os banqueiros privados percebem que precisam se voltar ao governo para que lhes sirva de emprestador de última instância e dê apoio durante as fases de crise que a experiência demonstrou ser um fenômeno recorrente. Empenharei-me para demonstrar que o banco central não surgiu de modo espontâneo como resultado das instituições de mercado, mas foi violentamente imposto pelo governo e responde às demandas de poderosos grupos

de pressão. Também analisarei o atual sistema financeiro, baseado no banco central, e recorrerei à análise econômica da impossibilidade teórica do socialismo. De fato, o atual sistema econômico se baseia no monopólio de uma agência governamental que mantém o controle das principais decisões relativas ao tipo e à quantidade de moeda e crédito criados e injetados no sistema econômico. Constitui, assim, um sistema de mercado financeiro de planejamento central e, portanto, acarreta um alto nível de intervenção, em grande parte socialista. Cedo ou tarde o sistema irá, inevitavelmente, ter de lidar com o problema da impossibilidade do cálculo socialista, cujo teorema sustenta ser impossível coordenar qualquer esfera da sociedade via mandatos ditatoriais, já que o organismo governamental (neste caso, o banco central) é incapaz de obter a informação necessária e relevante. O capítulo conclui com a retomada de uma controvérsia recente sobre o sistema de banco central e o sistema bancário livre. Veremos que os teóricos do sistema bancário livre mais em voga não perceberam que seus planos perdem muito do potencial e peso teórico caso não venham acompanhados de um chamado a reconsiderar os princípios universais do Direito, ou seja, um sistema bancário com uma reserva de 100%. A liberdade deve andar pari passu com a responsabilidade e a observância estrita dos princípios legais tradicionais.

O nono e décimo capítulos apresentam um modelo ideal e coerente para um sistema financeiro que respeite os princípios do Direito e que, desse modo, venha a se basear na adoção de um coeficiente de reserva de 100% no sistema bancário. Também são levados em conta os vários argumentos contrários a minha proposta. Critico-os e explico como a transição do atual sistema para o sistema ideal proposto pode ser executado com um mínimo de tensão. Um resumo das principais conclusões fecham o livro juntamente com algumas considerações adicionais a respeito das vantagens do sistema financeiro proposto. Os princípios estudados aqui também são aplicados a determinadas questões práticas, tais como a construção de um novo sistema monetário europeu e de um moderno sistema financeiro nas antigas economias socialistas.

Uma versão resumida das principais teses do presente livro foi apresentada em um encontro da Mont Pèlerin Society, em setembro de 1993, no Rio de Janeiro e recebeu o apoio de James M. Buchanan, a quem sou muito grato. Uma versão espanhola foi parcialmente publicada na Introducción Crítica da primeira edição espanhola do livro de Vera C. Smith, *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*.[4] Posteriormente foi publicada na França como um artigo

[4] Vera C. Smith, *Fundamentos de la banca central y de la libertad bancaria*. Madrid: Unión Editorial/Edicio-

cujo título era "Banque centrale ou banque libre: le debát théorique sur les réserves fractionnaires".[5]

Expresso minha gratidão aos meus colegas da faculdade de Direito da Universidade Complutense de Madri, Professor Mercedes López Amor, pela ajuda na busca das fontes e da bibliografia concernente ao tratamento no direito romano do depósito monetário irregular. Também ao meu ex-professor, Pablo Martín Aceña, da Universidade de Alcalá de Henares em Madri, que guiou meu estudo da evolução do sistema bancário dutante toda a Idade Média. Luis Reig, Rafael Manzanares, José Antonio de Aguirre, José Luis Feito, Rodrigo Hidalgo O. P., Richard Adamiak de Chicago, o finado Professor Murray N. Rothbard, e os Professores Hans-Hermann Hoppe da Universidade de Las Vegas em Nevada, Manuel Gurdiel da Universidade Complutense de Madrid, Pablo Vázquez da Universidade de Cantabria (Espanha), Enrique Menéndez Ureña da Universidade Comillas (Madrid), James Sadowsky da Fordham University, Pedro Tenorio da the U.N.E.D. (Espanha), Rafael Termes da I.E.S.E. (Madrid), Raimondo Cubeddu da Universidade de Pisa, Rafael Rubio de Urquía da Universidad Autónoma de Madrid, José Antonio García Duránda Universidad Central de Barcelona (Espanha), e ao doutor José Antonio Linage Conde da Universidade de San Pablo-C.E.U. em Madrid, que muito me ajudaram com sugestões e livros, artigos e raras referências bibliográficas sobre o sistema bancário e questões monetárias. Meus alunos dos cursos de doutorado na faculdade de Direito da Universidade Complutense de Madri, em especial Elena Sousmatzian, Xavier Sampedro, Luis Alfonso López García, Rubén Manso, Ángel Luis Rodríguez, César Martínez Meseguer, Juan Ignacio Funes, Alberto Recarte and Esteban Gándara, bem como aos professores assistentes Óscar Vara, Javier Aranzadi, e Ángel Rodríguez, que fizeram inúmeras sugestões e trabalharam duro para corrigir os erros de digitação em várias versões anteriores do manuscrito. Expresso a minha gratidão a todos e os livro de toda e qualquer responsabilidade pelo conteúdo final do livro.

---

nes Aosta, 1993, p. 27–42. A edição em língua inglesa é a seguinte: Vera C. Smith, *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*. Indianapolis: Liberty Fund, 1990.

[5] Jesús Huerta de Soto, "Banque centrale ou banque libre: le débat théorique sur les réserves fractionnaires," *Journal des Économistes et des Études Humaines* 5, no. 2/3 (June-September 1994): p. 379–91. Esse artigo apareceu posteriormente em espanhol com o título "La teoría del banco central y de la banca libre" no livro de minha autoria, *Estudios de economía política*, chap. 11, pp. 129–43. Duas outras versões deste artigo também foram publicadas posteriormente: uma em inglês, chamada "A Critical Analysis of Central Banks and Fractional Reserve Free Banking from the Austrian School Perspective", *The Review of Austrian Economics 8*, no. 2, 1995: 117–30; e outra em romeno, graças a Octavian Vasilescu, "Banci centrale si sistemul de free-banking cu rezerve fractionare: o analizá criticá din perspectiva Scolii Austriece," *Polis: Revista de stiinte politice 4*, no. 1, Bucareste, 1997: p. 145–57.

Por fim, gostaria de agradecer a Sandra Moyano, Ann Lewis, e Yolanda Moyano pela grande ajuda e paciência em digitar e corrigir todas as diferentes versões do manuscrito. Sobretudo, sou grato, como sempre, à minha esposa, Sonsoles, pelo auxílio, compreensão, contínuo estímulo e apoio ao longo de todo este projeto. Dedico a ela a presente obra.

Jesús Huerta de Soto

Formentor
August 15, 1997

Capítulo 1

Natureza Jurídica do Contrato de Depósito Monetário Irregular

1
Esclarecimento terminológico prévio: os contratos de empréstimo (mútuo e comodato) e os contratos de depósito

De acordo com o Dicionário da Língua Portuguesa Contemporânea, empréstimo é a "ação de confiar alguma coisa a alguém, com a condição de esta lhe vir a ser restituída"[1]. Tradicionalmente considera-se que existam dois tipos de empréstimo: o empréstimo de uso, no qual apenas se transfere o uso do bem emprestado, havendo a obrigação de devolvê-lo após a utilização; e o empréstimo de consumo, no qual se transfere a propriedade do bem emprestado, que se entrega para ser consumido, pelo que a obrigação de devolução se refere à entrega de outro bem na mesma quantidade e da mesma qualidade daquele inicialmente recebido e consumido[2].

O comodato

Chama-se comodato (do latim commodatum) ao contrato real e de boa-fé, por meio do qual uma pessoa — o comodante — entrega a outra — o comodatário — um bem específico para que esta o use gratuitamente durante um determinado período de tempo, depois do qual deverá restituí-lo, ou seja, deverá devolver esse mesmo bem.[3] O contrato é classificado de "real" porque exige a entrega da coisa e dá-se, por exemplo, quando se empresta um carro a um amigo para que ele faça uma viagem. É claro que, neste caso, o comodante continua a ser o proprietário do bem emprestado, e que a obrigação daquele que o recebe é usá-lo (o automóvel emprestado) adequadamente

[1] *Dicionário da Língua Portuguesa Contemporânea da Academia das Ciências de Lisboa*, Lisboa: Academia das Ciências de Lisboa / Editorial Verbo, 2001, p. 1382, primeira acepção do termo «empréstimo».

[2] Manuel Albaladejo, *Derecho civil II*, *Derecho de obligaciones*, vol. II, *Los contratos en particular y las obligaciones no contratuales*, Librería Bosch, Barcelona 1975, p. 304

[3] Juan Iglesias, *Derecho romano: Instituciones de derecho privado*, 6.ª edição revista e ampliada, Ediciones Ariel, Barcelona 1972, pp. 408-409.

e devolvê-lo no prazo fixado (quando a viagem houver terminado). As obrigações do amigo, o comodatário, serão as de conservar o bem (o automóvel ou veículo) diligentemente, servir-se dele para um uso devido (cumprir as regras de trânsito e cuidá-lo como se fosse o proprietário) e devolvê-lo quando acabar o comodato (quando terminar a viagem).

O MÚTUO

Embora o comodato tenha alguma importância na prática, o empréstimo de bens fungíveis[4] e consumíveis, como, por exemplo, o azeite, o trigo e, sobretudo, o dinheiro, assume maior relevância. Designa-se de mútuo (do latim mutuum) o contrato por meio do qual uma pessoa — o mutuante — entrega à outra — o emprestador ou mutuário — uma determinada quantidade de bens fungíveis, tendo esta a obrigação de, decorrido um prazo determinado, restituir uma quantidade equivalente quanto ao gênero e à qualidade (o que em latim se chama tantundem). Um exemplo típico de mútuo é o contrato de empréstimo monetário, que é o bem fungível por excelência. Por meio deste contrato, entrega-se, hoje, uma quantidade de unidades monetárias a outra pessoa, transferindo-se a propriedade e a disponibilidade do dinheiro daquele que concede o empréstimo para aquele que o recebe. A pessoa que recebe o dinheiro fica habilitada a usá-lo como se fosse seu, comprometendo-se a devolver um número de unidades monetárias igual ao que recebeu, findo o prazo estabelecido. O mútuo, empréstimo de bens fungíveis, significa, portanto, uma troca de bens "presentes" por bens "futuros". Por isso, ao contrário do que acontecia no comodato, no mútuo é normal o estabelecimento de um acordo de pagamento de juros, uma vez que, em virtude do princípio de preferência temporal (segundo o qual, em igualdade de circunstâncias, os bens presentes são sempre preferíveis aos bens futuros), em geral, os seres humanos só estarão dispostos a renunciar à uma determinada quantidade de um bem fungível em troca de uma quantidade superior de unidades desse mesmo bem no futuro (depois de decorrido o prazo). Assim, a diferença entre o número de unidades que se entrega originalmente e o número de unidades que se recebe do mutuário no fim do prazo estipulado representa, precisamente, os juros. Resumindo, no mútuo, o emprestador assume a obrigação de entregar as unidades predefinidas ao tomador ou mutuário(a não ser

[4] São fungíveis as coisas que podem ser substituídas por outras da mesma categoria. Isto é, são coisas que não são tratadas separadamente, mas em termos de quantidade, peso ou medida. Os romanos diziam que eram fungíveis as coisas *quae in genere suo functionem in solutione recipiunt*, ou seja, *as res quae pondere numero mensurave constant*. Os bens consumíveis são frequentemente fungíveis.

que a entrega faça parte do próprio contrato). O tomador ou mutuário assume a obrigação de devolver um número de unidades da mesma espécie e qualidade das que recebeu (tantundem), no final do prazo estabelecido para o mútuo. Além disso, fica obrigado a pagar juros, sempre que tal tenha sido acordado, como é normal acontecer. A obrigação essencial no contrato de empréstimo de bens fungíveis ou mútuo é a de devolver o mesmo número de unidades da mesma espécie e qualidade das recebidas depois de acabado o prazo definido para o empréstimo, mesmo que o bem sofra alteração de preços. Isto significa que o mutuário, já que devolve o tantundem apenas após um determinado período de tempo, recebe o benefício de ser temporariamente o proprietário do bem e de o ter plenamente ao seu dispor. Acresce que a determinação de um prazo é um elemento essencial no contrato de mútuo ou de empréstimo, uma vez que estabelece o período de tempo durante o qual o tomador terá a disponibilidade e a propriedade do bem, assim como o momento a partir do qual é obrigado a restituir o tantundem. Sem o estabelecimento explícito ou implícito de um prazo, não se pode dizer que exista o contrato de mútuo ou empréstimo.

O contrato de depósito

Além do contrato de empréstimo (comodato e mútuo), que implica a transmissão da disponibilidade do bem do emprestador para o tomador durante um período de tempo, existe outro contrato, o contrato de depósito, cuja essência está em que a disponibilidade do bem não é transmitida. Com efeito, o contrato de depósito (depositum, em latim) é um contrato de boa-fé por meio do qual uma pessoa — o depositante — entrega à outra — o depositário — um bem móvel, para que este o guarde, proteja e devolva quando lhe for pedido. Assim, o depósito é sempre levado a cabo no interesse do depositante. O seu propósito fundamental é a guarda ou custódia do bem e implica, enquanto o contrato estiver vigente, que o depositante tenha a total disponibilidade sobre ele, podendo pedir sua restituição em qualquer momento. A obrigação do depositante é, além de entregar o bem, compensar o depositário pelos custos do depósito (se tal obrigação tiver sido acordada; de outra forma, o contrato é gratuito). O depositário tem a obrigação de guardar e proteger o bem com a máxima diligência, típica de um bom chefe de família, e de devolvê-lo imediatamente ao depositante logo que este o solicite. É claro que, ao contrário do empréstimo, no depósito não existe um prazo durante o qual se transfira a disponibilidade do bem. O bem está sempre guardado e disponível para o depositante, e o depósito termina logo que este exija a sua devolução ao depositário.

2
O contrato de depósito de bens fungíveis ou contrato de depósito "irregular"

Muitas vezes durante nossa vida interessa-nos depositar não coisas específicas (como seriam um quadro, uma joia ou um baú de moedas), mas bens fungíveis (como litros de azeite, metros cúbicos de gás, toneladas de trigo ou milhões de euros). O depósito de bens fungíveis continua, sem dúvida, a ser um depósito, cujo elemento fundamental é a total disponibilidade dos bens depositados a favor do depositante, assim como a obrigação de guarda e proteção com a diligência máxima por parte do depositário. A única diferença entre o depósito de bens fungíveis e o depósito regular ou de coisas específicas é que quando ocorre o primeiro, os bens depositados ficam indiscernivelmente misturados com outros do mesmo gênero e qualidade (como acontece, por exemplo, em um armazém de grãos ou de trigo, em um depósito ou lagar de azeite, ou no cofre de um banco). Esta mistura indistinguível de diferentes unidades da mesma espécie e qualidade depositadas faz com que no depósito de bens fungíveis se dê a transferência da "propriedade" do bem depositado. Na verdade, quando o depositante levantar o depósito, terá de se conformar, como é lógico, com receber o equivalente exato em termos de quantidade e qualidade àquilo que depositou originalmente, mas em caso algum receberá as mesmas unidades específicas que tiver entregado, uma vez que a natureza fungível dos bens faz com que seja impossível tratá-los individualmente, ficando misturados de forma indiscernível com o resto das existências em poder do depositário. Por isso, o depósito de bens fungíveis, que mantém as características principais do contrato de depósito, designa-se de "depósito irregular"[5], uma vez que um dos seus elementos característicos é diferente (no contrato de depósito regular ou de bens específicos não existe transferência de propriedade — esta continua a ser do depositante; ao passo que no depósito de bens fungíveis pode considerar-se que a propriedade se transfere ao depositário).

[5] O meu aluno César Martínez Meseguer convenceu-me de que outra solução adequada para este problema seria considerar que no depósito irregular não há transferência real da propriedade, mas que o conceito de transferência se refere abstratamente ao *tantundem* ou quantidade de bens depositados e como tal mantém-se sempre a favor do depositante. Esta é a solução adotada no caso da *comistão*, por exemplo, regulada pelo artigo 381 do Código Civil Espanhol, que admite que "cada proprietário adquirirá um direito proporcional à parte que lhe corresponda". Embora no depósito irregular se tenha vindo tradicionalmente a considerar outra coisa (a efetiva transferência da propriedade sobre as unidades físicas), parece mais correto admitir que a propriedade se pode definir nos termos mais abstratos do artigo 381 do Código Civil Espanhol, em cujo caso pode considerar-se que não há qualquer transferência da mesma quando se efetua um depósito irregular. Acrescente-se que esta parece ser a opinião de Luis Díez-Picazo e António Gullón, *Sistema de derecho civil*, 6th ed. Madrid: Editorial Tecnos, 1989, vol. 2, pp. 469–70.

Não obstante, deve se enfatizar que a essência do depósito permanece inalterada e que o depósito irregular partilha plenamente a mesma natureza fundamental de todos os depósitos: a obrigação de guarda ou custódia. Com efeito, no depósito irregular existe sempre uma disponibilidade imediata a favor do depositante, que, a qualquer momento, pode dirigir-se ao armazém de trigo, ao depósito de azeite ou ao cofre do banco e retirar o equivalente às unidades que entregou originalmente. Este será o equivalente exato em termos de quantidade e de qualidade àquele que tiver entregado; ou, como diziam os romanos, o tantundem iusdem generis, qualitatis et bonetatis.

A função econômica e social dos depósitos irregulares

Os depósitos de bens fungíveis, como o de moeda, também chamados depósitos irregulares, desempenham uma função social importante que não pode ser desempenhada pelos depósitos regulares, entendidos como depósitos de coisas específicas. Faria pouco sentido e comportaria custos muito elevados depositar o azeite em recipientes separados e numerados (ou seja, depósitos fechados entre os quais não há transferência de propriedade) ou colocar notas em envelopes numerados individualmente. Embora estes casos extremos constituíssem depósitos regulares, em que não há transferência de propriedade, perder-se-ia a enorme eficácia e a significativa redução de custos resultante do tratamento conjunto e indistinguível dos diferentes depósitos[6], livre de custos ou perdas de disponibilidade para o depositante, que ficará igualmente satisfeito se, quando o solicitar, receber um tantundem igual em quantidade e qualidade, mas não idêntico em termos de conteúdo específico, àquele que entregou originalmente. O depósito irregular tem ainda outras vantagens. No depósito regular ou de coisas específicas, o depositário não é responsável pela perda de um bem causada por caso fortuito ou força maior, ao passo que no depósito irregular, o depositário é responsável até no caso fortuito. Desta forma, além das vantagens tradicionais de disponibilidade imediata e custódia de todo o depósito, o depósito irregular tem ainda uma função de segurança tendo em conta a possibilidade de perda por caso fortuito.[7]

---

[6] No caso concreto do depósito monetário irregular, é preciso acrescentar a estas vantagens a que deriva dos eventuais serviços de conta corrente que os bancos oferecem de forma generalizada.

[7] Como realça Coppa-Zuccari oportunamente, *"a differenza del deposito regolare, l'irregolare gli garantisce la restituzione del tantundem nella stessa specie e qualità, sempre ed in ogni caso [...] Il deponente irregolare è garantito contro il caso fortuito, contro il quale il depositario regolare non lo garantisce; trovasi anzi in una condizione economicamente ben più fortunata che se fosse assicurato"*. (Ver: Pasquale Coppa-Zuccari, *Il deposito irregolare*

O ELEMENTO ESSENCIAL NO DEPÓSITO MONETÁRIO IRREGULAR

No depósito irregular, a obrigação de guarda e custódia dos bens depositados, que constitui um elemento fundamental de todos os depósitos, concretiza-se sob a forma da obrigação de se manter sempre a disponibilidade do tantundem a favor do depositante. Ou seja, enquanto no depósito regular o bem específico depositado deve manter-se guardado continuamente de forma diligente e in individuo, no depósito de bens fungíveis, o que deve ser continuamente guardado, protegido e mantido à disposição do depositante é o tantundem; isto é, o equivalente em quantidade e qualidade aos bens originalmente entregues. Isto significa que nos depósitos irregulares, a custódia consiste na obrigação de manter sempre disponível para o depositante uma quantidade e qualidade de bens igual à recebida. Este "manter sempre disponível para o depositante uma quantidade e qualidade de bens determinados igual à recebida", apesar de os bens serem continuamente renovados ou substituídos, é, para os bens fungíveis, o equivalente a manter a existência do bem in individuo, para os bens não fungíveis. Ou seja, o proprietário do armazém de trigo ou do depósito de azeite pode usar o azeite ou o trigo específico que lhe foi entregue para seu uso próprio ou para devolver a outro depositante, desde que mantenha à disposição do depositante original uma quantidade e qualidade igual à que este depositou. No caso do depósito em dinheiro aplica-se a mesma regra. Se eu lhe depositar uma nota de quinhentos euros, podemos considerar que lhe transfiro a propriedade dessa nota específica, que o leitor poderá usar para custear suas despesas ou para qualquer outro uso, desde que conserve em seu poder uma quantidade equivalente de moeda (na forma de outra nota de 500 euros ou de cinco notas de 100 euros) para que, no momento em que eu lhe peça o reembolso, o leitor possa me devolver imediatamente sem qualquer entrave ou desculpa.[8]

[Modena: Biblioteca dell' Archivio Giuridico Filippo Serafini, 1901], vol. VI, pp. 109–110).

[8] Provavelmente foi Coppa-Zuccari quem expressou melhor do que ninguém este princípio essencial do depósito irregular quando disse que o depositário: *"risponde della diligenza di un buon padre di famiglia indipendentemente da quella che esplica nel giro ordinario della sua vita economica e giuridica. Il depositario invece, nella custodia delle cose ricevute in deposito, deve spiegare la diligenza, quam suis rebus adhibere solet. E questa diligenza diretta alla conservazione delle cose propie, il depositario esplica: in rapporto alle cose infungibili, con l'impedire che esse si perdano o si deteriorino; il rapporto alle fungibili, col curare di averne sempre a disposizione la medesima quantità e qualità. Questo tenere a disposizione una eguale quantità è qualità di cose determinate, si rinnovellino pur di continuo e si sostituiscano, equivale per le fungibili a ciò che per le infungibili è l'esistenza della cosa in individuo"*. Pasquale Coppa-Zuccari, *Il deposito irregolare*, ob. cit. p. 95. A mesma tese é defendida por Joaquín Garrigues em Contratos bancarios, Madrid, 1975, p. 365, e mantida por Juan Roca Juan no seu artigo sobre o depósito em dinheiro (*Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, sob a direção

Em suma, de acordo com a lógica subjacente à instituição do depósito irregular, baseada nos princípios universais do Direito, o elemento fundamental de guarda e custódia concretiza-se na exigência de ter, de forma contínua, à disposição do depositante um tantundem igual ao que este depositou originalmente. No caso concreto do dinheiro, bem fungível por natureza, isto significa que a obrigação de custódia exige a conservação permanente de um coeficiente de caixa de 100% para o depositante.

Consequências do descumprimento da obrigação essencial no depósito irregular

O descumprimento da obrigação de custódia em um depósito dá lugar, como é óbvio, à obrigação de indenizar o depositante. Se esse descumprimento for doloso e consistir na utilização do bem depositado para uso próprio, então estamos perante um crime de apropriação indébita. Assim, no depósito regular, aquele que receber um quadro em depósito, por exemplo, e o vender em benefício próprio estará cometendo um crime de apropriação indébita. Considera-se que, no depósito irregular de bens fungíveis, comete o mesmo crime o depositário que usar os bens depositados para benefício próprio, sem manter o tantundem permanentemente à disposição do depositante. Seria o caso do armazenista de azeite que não guardasse nos seus depósitos uma quantidade igual ao total do depósito, ou daquele que recebesse dinheiro em depósito e o usasse, fosse de que forma fosse, em benefício próprio (gastando-o em proveito próprio ou emprestando-o), mas sem manter, sempre, um coeficiente de caixa de 100%.[9] O penalista Antonio Ferrer Sama explicou que se o depósito tiver consistido em certa quantidade de dinheiro e bem como na obrigação de devolver outra equivalente

---

de Manuel Albaladejo, tomo XXII, vol. 1, Editorial Revista del Derecho Privado EDERSA, Madrid, 1982, pp. 246–255), no qual chega à conclusão de que no depósito irregular a obrigação de custódia significa, precisamente, que o depositário "deve ter à disposição do depositante, em qualquer momento, a quantidade depositada e, por isso, deve guardar o número de unidades da mesma espécie necessário para restituir a quantidade *quando tal lhe for solicitado*" (p. 251). Ou seja, no caso do depósito monetário irregular, a obrigação de custódia consubstancia-se na exigência de manter-se um coeficiente de caixa de 100%.

[9] Outros crimes relacionados são os que se cometem nos casos em que o depositário *falsifica* o número de certificados ou títulos de entrega. Seria o caso do armazenista de azeite que emitisse recibos de entrega falsos para que fossem negociados por terceiros e, em geral, o de todos os depositários de um bem fungível (incluindo o dinheiro) que emitissem certificados ou recibos de uma quantidade superior à efetivamente depositada. É evidente que neste caso estaríamos perante os crimes de falsificação de documentos (pela emissão do certificado falso) e de estelionato (se com a emissão do certificado se pretendia enganar terceiros e obter um determinado lucro). Mais adiante verificaremos como o processo histórico de evolução das redes bancárias se baseou na perpetração deste tipo de atos criminosos em relação ao "negócio" de emissão de notas de banco.

(depósito irregular), caso o depositário usar essa quantidade em proveito próprio, será necessário:

> distinguir duas situações, para determinar a sua responsabilidade criminal: na ocasião em que o faz, o depositário tem solvência suficiente para em qualquer momento devolver a quantidade que recebeu em depósito, ou, ao contrário, não tem dinheiro próprio suficiente para fazer face à sua obrigação de devolver o tantundem ao depositante em qualquer momento em que este o solicite. No primeiro caso não existe crime de apropriação indébita [...] No entanto, se o depositário usar a quantidade depositada sem ter em seu poder dinheiro suficiente para corresponder à solicitação do depositante, consuma-se o crime de apropriação indébita [...].[10]

A apropriação indébita ocorre a partir do momento em que o depositário usa em benefício próprio a quantidade depositada, deixando de possuir o tantundem equivalente ao que lhe foi entregue.

---

[10] Antonio Ferrer Sama, *El delito de apropiación indebida*. Publicaciones del Seminario de Derecho Penal de la Universidad de Murcia. Múrcia: Editorial Sucesores de Nogués, 1945, pp. 26–27. Tal como indicamos no texto, e explica também Eugenio Cuello Calón (*Derecho penal*, Barcelona: Editorial Bosch, 1972, tomo II, seção especial, 13ª edição, vol. 2, pp. 952-953), o crime é consumado no momento em que se verifica a apropriação ou o desvio de fundos, e deriva, realmente, da intenção de apropriar. Sendo um ato de natureza privada, a apropriação deve ser avaliada por sinais exteriores (como a alienação, consumo ou empréstimo do bem) e não quando é descoberta, geralmente muito tempo depois, pelo depositante que, ao levantar o seu depósito, repara, surpreendido, que o depositário não lhe pode entregar o *tantundem* de imediato. Por sua vez, Miguel Bajo Fernández, Mercedes Pérez Manzano, e Carlos Suárez González, (*Manual de derecho penal*, secção especial, "Delitos patrimoniales y económicos", Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid: 1993) concluem também que o crime se consuma no momento em que se produz o ato de disposição, independentemente dos resultados subsequentes, e continua a ser crime mesmo que o objeto seja recuperado ou que o autor não obtenha lucro com a apropriação, *seja ou não o depositário capaz de devolver o tantudem no momento em que essa devolução lhe é solicitada* (p. 421). Os mesmos autores consideram que existe uma lacuna legal inaceitável na lei criminal espanhola, quando comparada com outros sistemas legais em que existem "disposições específicas sobre crimes societários e sobre o abuso de confiança, ao abrigo das quais seria possível tratar os comportamentos ilícitos dos bancos em relação ao depósito irregular em contas correntes" (p. 429). No caso concreto do direito penal espanhol, o artigo que regula a apropriação indevida, e que é comentado por Antonio Ferrer Sama, é o 252 do novo Código Penal de 1996 (art. 528 do antigo), que diz: *"Será castigado com as penas assinaladas no artigo 249 ou 250, conforme o caso, quem, em prejuízo de terceiros, desviar ou se apropriar de dinheiro, bens, valores ou qualquer outra coisa móvel ou ativo patrimonial que tiver recebido em depósito, comissão ou confiança, ou noutra figura que dê origem à obrigação de entregar ou devolver a propriedade, ou quem negar tê-la recebido, quando a quantia apropriada exceder os 400 euros. Esta pena elevar-se-á em 50% nos casos de depósito por depositante em dificuldades"*. Por fim, o trabalho mais completo sobre os aspectos penais relativos à apropriação pecuniária indevida, que *trata in extenso* da posição dos professores Ferrer Sama, Bajo Fernández, e outros, é o de Norberto J. de la Mata Barranco, *Tutela penal de la propiedad y delitos de apropiación: el dinero como objeto material de los delitos de hurto y apropiación indebida*, Promociones y Publicaciones Universitarias (PPU, S.A.), Barcelona: 1994, especialmente as pp. 407–408 e 512.

Jurisprudência reconhecendo os princípios essenciais do Direito que regulam o contrato de depósito monetário irregular (coeficiente de caixa de 100%)

O princípio da exigência de um coeficiente de caixa de 100%, como concretização do elemento essencial de guarda e custódia no depósito monetário irregular, foi mantido pela jurisprudência europeia até ao século passado. No dia 12 de junho de 1927, o Tribunal de Paris condenou um banqueiro pelo crime de apropriação indébita por ter usado, como é prática comum no sistema bancário, fundos que tinha recebido em depósito de um cliente. No dia 4 de janeiro de 1934, outra sentença do mesmo tribunal manteve decisão.[11] Da mesma forma, quando se deu a falência do Banco de Barcelona na Espanha, o Tribunal de Primeira Instância do norte da cidade, perante uma reclamação dos clientes com contas correntes exigindo o seu reconhecimento como depositantes, produziu uma sentença em que os reconhecia como tal e, portanto, sua condição de credores preferenciais dos ativos do banco. A sentença baseou-se no direito de os bancos utilizarem o dinheiro das contas correntes ser limitado pela obrigação de manter a disponibilidade permanente dos fundos das ditas contas para os titulares das mesmas. Esta limitação legal impedia a possibilidade de admitir que os fundos depositados em conta corrente fossem considerados pelo banco como sua propriedade exclusiva.[12] Apesar de o Supremo Tribunal Espanhol não ter tido a oportunidade de se pronunciar sobre o caso concreto da falência do Banco de Barcelona, uma sentença pronunciada pelo mesmo no dia 21 de junho de 1928 chegou a conclusão muito semelhante estipulando que:

> Conforme os usos e costumes comerciais reconhecidos pela jurisprudência, o contrato de depósito pecuniário consiste na entrega de dinheiro a uma pessoa, que, não contraindo a obrigação de conservar para o depositante o mesmo dinheiro ou valores entregues, deve ter à sua disposição a quantidade depositada, para que possa devolvê-la, na totalidade ou em parte, no momento em que o de-

[11] Tais decisões judiciais foram coligidas por Jean Escarra em *Principes de droit commercial*, p. 256; Joaquín Garrigues refere-as também em *Contratos bancarios*, ob. cit., pp. 367–368.

[12] "Dictamen de Antonio Goicoechea", em *La Cuenta corriente de efectos o valores de un sector de la banca catalana y el mercado libre de valores de Barcelona*, Imprenta Delgado Sáez, Madrid: 1936, pp. 233–289, esp. pp. 263–264. Joaquín Garrigues refere também esta sentença em Contratos bancarios, ob. cit., p. 368.

positário a solicite. O depositário não adquire o direito de dispor do depósito para seu uso pessoal, uma vez que, sendo obrigado a devolver o depósito no momento em que este lhe é solicitado, deve manter constantemente em seu poder a quantidade necessária.[13]

3
As diferenças essenciais existentes entre os contratos de depósito irregular e de empréstimo pecuniário

Torna-se agora importante recapitular e insistir nas diferenças fundamentais entre o contrato de depósito irregular e o contrato de empréstimo, ambos de moeda. Como veremos mais adiante, grande parte das confusões e erros jurídicos e econômicos sobre o tema que nos ocupa se devem à falta de compreensão das diferenças fundamentais entre estes dois contratos.

O conteúdo distinto dos direitos de propriedade que se transferem em cada contrato

Em primeiro lugar, é preciso assinalar que a incapacidade de fazer uma distinção clara entre o depósito irregular e o empréstimo tem origem na exagerada e indevida importância dada ao fato de, como já sabemos, no depósito monetário irregular ou de qualquer outro bem fungível se transferir, tal como no empréstimo ou mútuo, a propriedade do bem depositado para o depositário. Esta é a única "semelhança" entre ambos os tipos de contrato, mas que induziu em erro muitos estudiosos, que os confundiram de forma injustificada.

Como já vimos, no depósito irregular, a transmissão de propriedade era uma exigência secundária, que advinha do fato de o objeto do depósito ser um bem fungível, que não poderia ser tratado de forma individualizada, havendo, por isso, muitas vantagens em efetuar o depósito de forma indistinguível juntamente com outros conjuntos do mesmo bem fungível. De fato, ao não poder exigir-se, do ponto de vista estritamente legal e por razões

[13] Esta sentença é citada no estudo de José Luis García-Pita y Lastres "Los depósitos bancarios de dinero y su documentación", publicado em *la Revista de derecho bancario y bursátil*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Outobro-Dezembro de 1993, pp. 919–1008, especialmente a p. 991. Joaquín Garrigues faz também referência a esta sentença em *Contratos bancarios,* ob. cit., p. 387.

de impossibilidade física, a devolução das unidades concretas depositadas, pode parecer necessário considerar que se produz uma transferência de propriedade no que respeita às unidades específicas e individuais depositadas, uma vez que são indistinguíveis das outras. Assim, o depositário ou armazenista torna-se o proprietário, mas só no sentido de ter liberdade para distribuir as unidades específicas e indistinguíveis como queira, desde que mantenha a todo instante o tantundem. É este, e apenas este, o alcance da transferência do direito de propriedade no caso do depósito irregular, ao contrário do que acontece no caso do contrato de empréstimo, onde a disponibilidade total do bem emprestado é transferida até que vença o prazo de duração do contrato. Assim, mesmo em relação ao único elemento em que se poderia considerar semelhante entre o depósito irregular e o empréstimo de dinheiro (a suposta transferência de propriedade), deve se entender que a transferência de propriedade tem sentidos econômicos e jurídicos muito distintos nos dois contratos. Talvez o mais adequado fosse, como explicamos na nota de rodapé 5, considerar que no depósito irregular não há transferência de propriedade, mas que, em abstrato, o depositante mantém em todos os momentos a propriedade sobre o tantundem.

Diferenças econômicas fundamentais entre os dois contratos

A razão de ser destas diferenças de conteúdo jurídico tem origem na diferença fundamental entre os dois tipos de contrato, que, por sua vez, deriva do substrato econômico distinto em que cada um se fundamenta. Assim, Ludwig von Mises, com característica clareza, destaca que o empréstimo

> in the economic sense means the exchange of a present good or a present service against a future good or a future service, then it is hardly possible to include the transactions in question [irregular deposits] under the conception of credit. A depositor of a sum of money who acquires in exchange for it a claim convertible into money at any time which will perform exactly the same service for him as the sum it refers to, has exchanged no present good for a future good. The claim that he has acquired by his deposit is also a present good for him. The depositing of the money in no way means that he has renounced immediate disposal over the utility that it commands.

E conclui que o depósito "is not a credit transaction, because the essential element, the exchange of present goods for future goods, is absent".[14] Desta forma, no depósito monetário irregular não há renúncia de bens presentes em troca de uma quantidade superior de bens futuros após determinado período de tempo, mas apenas uma alteração na maneira de desfrutar os bens presentes. Esta alteração ocorre porque, em muitas circunstâncias, o depositante tem a ideia de que é mais vantajoso do ponto de vista subjetivo (ou seja, mais apropriado para atingir os objetivos a que se propõe) fazer um depósito monetário irregular no qual os bens são misturados com outros da mesma espécie e logo indistinguíveis (já referimos, entre outras vantagens, a segurança contra o risco de perda por caso fortuito e a possibilidade de usar serviços de conta corrente proporcionado pelos bancos aos clientes). Em contraste, a essência do contrato de empréstimo é radicalmente distinta. O objetivo do contrato de empréstimo é precisamente renunciar hoje à disponibilidade de bens presentes, que é transferida para o tomador, de forma a obter-se, findo o prazo estabelecido, uma quantidade, geralmente superior, de bens futuros. Dizemos "geralmente superior" dado que, de acordo com a lógica de preferência temporal inerente a toda a ação humana, segundo a qual em igualdade de circunstâncias os bens presentes são sempre preferíveis aos bens futuros, é necessário adicionar aos bens futuros uma quantidade diferencial sob a forma de juros. De outro modo, seria difícil encontrar quem estivesse disposto a renunciar à disponibilidade dos bens presentes que todos os empréstimos implicam.

Assim, do ponto de vista econômico, é claríssima a diferença entre os dois contratos: no depósito irregular não há transferência de bens presentes em troca de bens futuros, ao passo que no contrato de empréstimo há. Por isso, no depósito irregular não há transferência da disponibilidade do bem, estando este sempre

[14] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Classics, Indianapolis: 1980, pp. 300–301. Esta é a melhor versão inglesa da tradução de H.E. Batson da segunda edição alemã publicada em 1924 de *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, publicada por Duncker & Humblot em Munique e Leipzig. A primeira edição tinha sido publicada em 1912. Não existem traduções em Português desta obra. Apresentamos, por isso, a seguinte proposta de tradução para a passagem transcrita do texto: "economicamente não se trata de um caso de transação de crédito. Se, do ponto de vista econômico, *crédito* significa a troca de um bem ou serviço presente por um bem ou serviço futuro, dificilmente será possível incluir as transações em questão [os depósitos irregulares] dentro da concepção de crédito. O depositante de um montante em dinheiro que adquire em troca um título conversível em moeda a qualquer momento, que, realiza para ele o mesmo serviço do montante que substitui, não trocou o bem presente por um bem futuro. O título que adquiriu pelo depósito é também um bem presente. O depósito pecuniário não significa de forma nenhuma que ele renuncie à disponibilidade imediata da utilidade que serve." [...] Por isso, o depósito, "não é uma transação de crédito, uma vez que o lhe falta o elemento essencial: a troca de bens presentes por bens futuros".

à disposição do depositante (embora, do ponto de vista jurídico, se possa considerar, em certo sentido, que houve transferência de "propriedade"), enquanto no contrato de empréstimo existe sempre uma transferência da disponibilidade do emprestador ao tomador. Além disso, o contrato de empréstimo, costuma incluir um acordo de pagamento de juros, enquanto no contrato de depósito monetário irregular, o acordo de pagamento de juros é contra naturam e não faz sentido. Com a sua habitual perspicácia, Coppa-Zuccari explica que a absoluta impossibilidade de incluir um acordo de pagamento de juros no contrato de depósito irregular é, do ponto de vista jurídico, resultado direto do direito do depositante de a qualquer momento levantar o depósito, e da obrigação correspondente de o depositário disponibilizar continuamente ao depositante o valor correspondente ao tantundem.[15] Ludwig von Mises indica também que é possível que o depositante realize depósitos sem requerer juros porque:

> The claim obtained in exchange for the sum of money is equally valuable to him whether he converts it sooner or later, or even not at all; and because of this it is possible for him, without damaging his economic interests, to acquire such claims in return for the surrender of money without demanding compensation for any difference in value arising from the difference in time between payment and repayment, such, of course, as does not in fact exist.[16]

E, dado o aspecto econômico do depósito monetário irregular, que não implica a troca de bens presentes por bens futuros, a manutenção contínua da disponibilidade dos bens para o depositante e a incompatibilidade com o acordo sobre taxas de juro são consequên-

---

[15] *"Conseguenza immediata del diritto concesso al deponente di ritirare in ogni tempo il deposito e del correlativo obbligo del depositario di renderlo alla prima richiesta e di tenere sempre a disposizione del deponente il suo tantundem nel deposito irregolare, è l'impossibilità assoluta per il depositario di corrispondere interessi al deponente."* Pasquale Coppa-Zuccari, *Il deposito irregolare,* ob. cit., p. 292. Coppa-Zuccari realça também que esta incompatibilidade entre o depósito irregular e o pagamento de juros não se aplica, como é lógico, ao caso completamente distinto em que os juros são atribuídos quando o depositário não entrega o dinheiro no momento em que esta entrega é solicitada, ficando, assim, em falta. Por isso, a figura do chamado *depositum confessatum* foi, como veremos adiante, usada sistematicamente ao longo da Idade Média como uma manobra jurídica para contornar a proibição canônica de cobrança de juros nos empréstimos.

[16] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit,* ob.cit., p. 301. Apresentamos a seguinte proposta de tradução para a passagem transcrita do texto: "o título obtido em troca do montante de dinheiro é igualmente valioso para o depositante, quer ele o converta mais cedo ou mais tarde ou nem chegue a convertê-lo; e por isso pode, sem prejudicar os seus interesses econômicos, adquirir tais títulos em troca da entrega de dinheiro sem exigir compensação por qualquer diferença de valor decorrente da diferença de tempo entre o momento do pagamento e o do reembolso, uma vez que, na verdade, essa diferença não existe".

cia lógica e direta da essência jurídica de um contrato, o de depósito irregular, que é radicalmente distinta da essência jurídica do contrato de empréstimo.[17]

Diferenças jurídicas fundamentais entre ambos os contratos

O elemento jurídico essencial do contrato de depósito irregular é o de guarda e custódia do dinheiro depositado. Esta é a motivação ou causa do contrato,[18] que se sobrepõe a todas as outras, para as partes que decidem efetuar e receber um depósito irregular, sendo radicalmente distinta da causa essencial do contrato de empréstimo, que consiste em transferir a disponibilidade do bem emprestado para que o tomador o utilize durante um período determinado de tempo. A partir desta diferença essencial na causa dos dois tipos de contrato, surgem outras duas diferenças jurídicas importantes: a primeira é o fato de no contrato de depósito irregular não haver prazo, que é o elemento essencial que determina a existência ou não de um contrato de empréstimo. De fato, da mesma forma que é impossível conceber um contrato de empréstimo de dinheiro sem haver determinado um prazo (durante o qual não só se transmite a propriedade, mas também se perde a disponibilidade do bem) ao fim do qual seja necessário devolver o tantundem de dinheiro que se emprestou originalmente acrescido de juros, no contrato de depósito irregular não se pode conceber qualquer prazo, mas sim a disponibilidade contínua dos bens a favor do depo-

[17] O fato de os acordos de pagamentos de juros serem incompatíveis com o contrato de depósito monetário irregular não significa que este deva ser gratuito. Na verdade, de acordo com a sua própria natureza, é normal que se estipule o pagamento, do depositante ao depositário, de uma determinada quantia tendo em conta os gastos decorrentes da custódia do depósito ou da preservação da conta. O pagamento de juros, implícito ou explícito, é um indício racional de que a obrigação essencial de custódia no contrato de depósito irregular está a ser violada e de que o depositário está a usar o dinheiro dos seus depositantes para benefício próprio, apropriando-se indevidamente de parte do *tantundem*, que deveria manter sempre disponível para os depositantes.

[18] J. Dabin, *La teoría de la causa: estudio histórico y jurisprudencial*, traduzido por Francisco de Pelsmaeker e adaptado por Francisco Bonet Ramón, 2.ª ed., Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid: 1955), pp. 24 e seguintes. Que a causa do contrato de depósito irregular é a de guarda e custódia e é diferente da causa do contrato de empréstimo é reconhecido até por autores que, como Garcia-Pita ou Ozcáriz-Marco, continuam sem aceitar que a consequência lógica inevitável do seu ponto de partida seja a exigência de um coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista dos bancos. Ver: José Luis García-Pita y Lastres, "Depósitos bancarios y protección del depositante", *Contratos bancarios*, Colegios Notariales de España, Madrid: 1996, pp. 119–266, e especialmente as pp.167–91; e, mais recentemente, "El depósito bancario de efectivo", em *Contratos bancarios e parabancarios*, VV. AA., Cap. XXII, Edit. Lex Nova, Valladolid 1998, pp. 888—1001; e Florencio Ozcáriz Marco, *El contrato de depósito: estudio de la obligación de guarda* J.M. Bosch Editor, Barcelona: 1997, pp. 37 e 47.

sitante, que pode em qualquer momento retirar o seu tantundem.[19] A segunda diferença jurídica essencial diz respeito às obrigações das partes: no contrato de depósito irregular a obrigação jurídica decorrente da essência do contrato consiste, como já vimos, na custódia ou guarda, tão diligente quanto a de bom um pai de família, do tantundem, que deverá estar continuamente ao dispor da parte que efetuou o depósito.[20] No contrato de empréstimo, tal obrigação não existe, podendo o tomador fazer uso da quantidade emprestada com total liberdade. Fica assim mais clara a importante matização que fizemos anteriormente a respeito do significado muito distinto entre o fato jurídico de "transmissão de propriedade" nos dois contratos. Enquanto a "transmissão" de propriedade no contrato de depósito irregular, que poderia ser considerada uma exigência da natureza fungível dos bens que se depositam, não implica a transferência simultânea da disponibilidade do tantundem, no contrato de empréstimo, existe transferência plena de propriedade e de disponibilidade do tantundem do emprestador ao tomador.[21] No quadro I-1 encontram-se resumidas as diferenças que referimos nesta seção.

---

[19] Os civilistas são unânimes em assinalar o caráter essencial do prazo no contrato de empréstimo, ao contrário do que acontece com o contrato de depósito irregular, *que não tem prazo*. Manuel Albaladejo insiste em que o mútuo termina, e o empréstimo deve ser devolvido, quando o dito prazo tiver acabado (veja-se, por exemplo, o artigo 1125 do Código Civil Espanhol), indicando até que se não tiver sido estipulado de forma explícita, como o mesmo é parte inseparável da natureza essencial do contrato de empréstimo, deve-se sempre deduzir que houve intenção de fixar um prazo ao devedor. Assim, caberá à uma terceira parte (os tribunais) a fixação do prazo correspondente (esta é a solução adoptada no art. 1128 do Código Civil Espanhol). Ver: Manuel Albaladejo, *Derecho civil II, Derecho de obligaciones*, vol. II, *Los contratos en particular y las obligaciones no contratuales*, ob. cit., p. 317.

[20] A contínua disponibilidade a favor do depositante refere-se, evidentemente, ao *tantundem*, e não à disponibilidade concreta das mesmas unidades específicas que tinham sido depositadas. Ou seja, embora se transfira a propriedade das unidades físicas concretas depositadas e elas possam ser usadas, *o depositário não ganha qualquer tipo de disponibilidade real*, uma vez que a disponibilidade que obtenha do uso dos bens específicos recebidos é compensada de forma exata pela exigência de perda da disponibilidade equivalente de outras unidades específicas já em seu poder, que advém da obrigação de manter o *tantundem* constantemente disponível para o depositante. No contrato de depósito em dinheiro, esta disponibilidade constante a favor do depositante é geralmente referida pela expressão 'à vista', que ilustra o objetivo essencial e inconfundível do contrato: manter continuamente a disponibilidade do *tantundem* para o depositante.

[21] Aqui, interessa esclarecer que existe um contrato denominado "depósito a prazo", cujas características, tanto econômicas como jurídicas, são as de um verdadeiro empréstimo, e não as de um depósito. É importante realçar que o uso desta terminologia induz as pessoas em erro e mascara a existência daquilo que não é senão um verdadeiro contrato de empréstimo, pelo qual se transferem bens presentes em troca de bens futuros, se perde a disponibilidade da moeda durante um período de tempo determinado e se tem direito a cobrar os juros correspondentes. A utilização desta confusa terminologia faz com que seja ainda mais difícil e complicado que os cidadãos distingam entre um verdadeiro depósito (à vista) e um contrato de empréstimo (a prazo) e foi sendo mantida de forma interessada e contínua por todos os agentes econômicos, que se aproveitam da atual confusão. Toda esta situação se torna ainda mais grave nas muitas vezes em que a prática bancária converte os "depósitos" a prazo (que deveriam ser verdadeiros empréstimos) em depósitos "à vista" *de fato*, ao oferecerem a possibilidade de obter o reembolso em qualquer altura e sem penalização.

Quadro I-1

Diferenças essenciais entre dois contratos radicalmente distintos

Depósito Monetário Irregular	Empréstimo Pecuniário
de Conteúdo Econômico:	
1. Não há troca de bens presentes por bens futuros	1. Há troca de bens presentes por bens futuros
2. Existe disponibilidade completa e contínua a favor do depositante	2. A disponibilidade é transferida na totalidade do emprestador para o tomador
3. Não há juros, uma vez que não há troca de bens presentes por bens futuros	3. Há juros, uma vez que há troca de bens presentes por bens futuros
de Conteúdo Jurídico:	
1. O elemento essencial é a custódia ou guarda do tantundem, que constitui a motivação básica do depositante	1. O elemento essencial é a transferência da disponibilidade dos bens presentes a favor do tomador
2. Não existe prazo de devolução, o contrato é "à vista"	2. O contrato exige a fixação de um prazo para devolução do empréstimo e cálculo e pagamento dos juros
3. A obrigação do depositário é manter sempre o tantundem à disposição do depositante (100% de coeficiente de caixa)	3. A obrigação do tomador é, decorrido o prazo, devolver o tantundem pagando ainda os juros acordados.

4
A descoberta pela ciência jurídica romana dos princípios gerais do direito relativos ao contrato de depósito monetário irregular

A emergência dos princípios tradicionais do Direito segundo Menger, Hayek e Leoni

Os princípios universais e tradicionais do Direito que abordamos na seção anterior a respeito do contrato de depósito irregular não surgiram do nada, nem são o resultado de qualquer conhecimento apriorístico. O conceito de Direito, como conjunto de normas e instituições a que os comportamentos dos humanos se adaptam de forma constante, repetitiva e pautada, tem sido desenvolvido e depurado de maneira evolutiva e consuetudinária. Uma das contribuições mais importantes de Carl Menger é, talvez, o de ter desenvolvido uma teoria econômica das instituições sociais, de acordo com a qual estas surgem como resultado de um processo evolutivo em que interagem inúmeros seres humanos, cada um deles equipado com o seu pequeno acervo exclusivo e privado de conhecimentos subjetivos, experiências práticas, desejos, preocupações, objetivos, dúvidas, sentimentos, etc. Surge, assim, de forma evolutiva e espon-

tânea um conjunto de padrões de comportamento ou instituições que, não só no campo jurídico, mas também no econômico e linguístico, tornam possível a vida em sociedade. Menger descobriu que o aparecimento das instituições é o resultado de um processo social constituído por uma multiplicidade de ações humanas que é sempre liderado por um pequeno, em termos relativos, grupo de seres humanos concretos, de carne e osso, que, em circunstâncias históricas particulares de tempo e lugar, são capazes de descobrir, antes de todos os outros, que atingem mais facilmente os seus objetivos adotando determinados padrões de comportamento e agindo de acordo com eles. Começa assim a funcionar um processo descentralizado de tentativa e erro, que atravessa várias gerações, no qual tendem a prevalecer os comportamentos que melhor dão conta dos desajustes sociais, de forma que, por meio de um processo social inconsciente de aprendizagem e imitação, o comportamento pioneiro iniciado pelos seres humanos mais criativos e bem-sucedidos se estende à sociedade e é seguido pelos seus demais membros. Acresce que, neste processo evolutivo, as sociedades que adotam os princípios e instituições mais adequados tendem a propagá-los e a prevalecer sobre os outros grupos sociais. Embora Menger tenha desenvolvido sua teoria para a aplicar à uma instituição econômica concreta, a do aparecimento e da evolução da moeda, não deixa de afirmar também que o mesmo esquema teórico pode, no essencial, ser aplicado, sem maiores dificuldades ao surgimento e evolução da linguagem, bem como ao campo que mais nos interessa neste momento, o das instituições jurídicas. Apresenta-se, desta forma, o fato paradoxal segundo o qual as instituições mais importantes e essenciais para a vida do homem em sociedade (morais, jurídicas, econômicas e linguísticas) não são suas criações deliberadas, uma vez que o homem carece da capacidade intelectual necessária para assimilar o enorme volume de informação que tais instituições geram. Antes, estas instituições vão inevitável e espontaneamente surgindo a partir do processo social e evolutivo de interações humanas que, para Menger, constitui precisamente o campo que deve ser objeto de estudo da ciência econômica.[22]

---

[22] Carl Menger, *Untersuchungen über die Methode der Socialwissenschaften und der Politischen Ökonomie insbesondere* (Leipzig: Duncker & Humblot, 1883), em especial a p. 182. O próprio Menger formula impecavelmente a pergunta a que o programa de pesquisa científica que propõe para a economia pretende responder: "Como é possível que as instituições que melhor servem o bem comum e que são claramente mais significativas para o seu desenvolvimento tenham surgido sem a intervenção de uma vontade comum e deliberada para criá-las?" (pp. 163-165) A descrição mais sintética, e talvez mais brilhante, da teoria de Menger sobre a origem evolutiva do dinheiro encontra-se no seu artigo publicado em inglês com o título "On the Origin of Money", *Economic Journal*, Junho de 1892, pp.239-255. Este artigo foi republicado muito recentemente por Israel M. Kirzner no seu *Classics in Austrian Economics: A Sampling in the History of a Tradition*, WilliamPickering, London: 1994, vol. I, pp. 91–106.

As instituições de Menger foram desenvolvidas, posteriormente, por F. A. Hayek nas diferentes obras sobre os fundamentos da lei e das instituições jurídicas[23] e, sobretudo, pelo professor catedrático italiano de ciência política Bruno Leoni, o primeiro a integrar, dentro de uma teoria sintética sobre a Filosofia do Direito, a teoria econômica dos processos sociais desenvolvida por Menger e pela Escola Austríaca, a mais antiga tradição jurídica romana e a tradição anglo-saxônica da rule of law. De fato, a grande contribuição de Bruno Leoni consiste em ter tornado claro que a teoria austríaca sobre a emergência e a evolução das instituições sociais tem no fenômeno do direito consuetudinário uma perfeita ilustração, e, além disso, que já tinha sido conhecida e formulada previamente pela escola jurídica clássica do Direito Romano.[24] Assim, Leoni, citando Catão pela boca de Cícero, mostra expressamente como os juristas romanos já tinham consciência de que o Direito Romano não era criação pessoal de um só homem, mas sim de muitos homens ao longo de séculos e gerações, uma vez que "nunca houve no mundo um homem tão inteligente que pudesse prever tudo, e mesmo que fosse possível concentrar todos os cérebros na cabeça de um mesmo homem, ser-lhe-ia impossível ter em conta tudo, ao mesmo tempo, sem ter acumulado a experiência que se obtém com a prática no decorrer de um longo período da história".[25] Em suma, para Leoni, o Direito surge como resultado de uma série

[23] F. A. Hayek, *Los fundamentos de la libertad*, 5.ª ed., Unión Editorial, Madrid 1990; *Derecho, legislación y libertad*, 3 volúmenes, Unión Editorial, Madrid 1976-1982; e *La fatal arrogancia: los errores del socialismo*, Unión Editorial, Madrid 1990 (2.ª ed., 1997).

[24] Ver Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economía política*, ob. cit., cap. X, pp. 121-128, bem como a segunda edição espanhola do livro de Bruno Leoni *La libertad y la ley*, Unión Editorial, Madrid 1995, cujo conhecimento é essencial para qualquer jurista ou economista.

[25] "*Nostra autem res publica non unius esset ingenio, sed multorum, nec una hominis vita, sed aliquod constitutum saeculis et aetatibus, nam neque ullum ingenium tantum extitisse dicebat, ut, quem res nulla fugeret, quisquam aliquando fuisset, neque cuncta ingenia conlata in unum tantum posse uno tempore providere, ut omnia complecterentur sine rerum usu ac vetustate*". Marco Tulio Cicero, *De re publica*, II, 1-2, The Loeb Classical Library, Cambridge, Massachusetts, 1961, pp. 111-112. Ver Bruno Leoni, *Freedom and the Law* (1.ª ed., D. Van Nostrand Co., 1961; 3.ª. ed., ampliada, Liberty Fund, Indianápolis, 1991). O livro de Leoni é, a todos os títulos, excepcional, não só por mostrar o paralelismo existente, por um lado, entre o mercado e o direito consuetudinário ou common law e por outro, entre a legislação positiva e o socialismo, mas também por ter sido o primeiro jurista a perceber que o argumento de Ludwig von Mises sobre a impossibilidade do cálculo econômico no socialismo não passa de um caso particular do "princípio mais geral, segundo o qual nenhum legislador poderia estabelecer por si mesmo, sem algum tipo de colaboração contínua por parte de toda a população envolvida, as normas que regulam a conduta de cada um nessa perpétua cadeia de relações que todos têm com todos". (p. 28). Para conhecer a obra de Bruno Leoni, fundador da prestigiada revista *Il Politico* em 1950, deve consultar-se o livro *Omaggio a Bruno Leoni*, editado por Pasquale Scaramozzino, Ed. A. Giuffrè, Milán 1969, bem como o artigo "Bruno Leoni in Retrospect" de Peter H. Aranson, *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Verão de 1988. Leoni foi um homem multifacetado que desenvolveu uma intensa atividade nos campos do ensino universitário, da advocacia, da atividade empresarial, da arquitetura, da música e da linguística. Faleceu tragicamente assassinado por um de seus inquilinos quando tentava cobrar o aluguel, na noite de 21 de novembro de 1967, aos 54 anos de idade.

contínua de tentativas, na qual cada indivíduo tem em conta as suas próprias circunstâncias, e vai-se aperfeiçoando por meio de um processo seletivo e evolutivo.[26]

A CIÊNCIA JURÍDICA ROMANA

A importância da ciência jurídica romana clássica reside, precisamente, em ter-se dado conta deste importante fato e nos esforços de desenvolver um trabalho continuado de estudo, interpretação dos costumes jurídicos, exegeses, análises lógicas, cobertura de lacunas e correção de falhas; trabalho este sempre levado a cabo seguindo os necessários critérios de prudência e parcimônia.[27] O ofício do jurista clássico é uma verdadeira arte, sempre dirigido a procurar e encontrar a essência das instituições jurídicas que se formaram ao longo do processo evolutivo da sociedade. Além disso, os juristas clássicos nunca têm a pretensão de ser "originais" ou "criativos", mas sim "servidores de um certo número de princípios fundamentais, e, tal como referiu Savigny, é aqui que radica a sua importância."[28] Têm como objetivo principal descobrir os princípios universais do Direito, que são imutáveis e inerentes à lógica das relações humanas, embora seja certo que, como consequência da própria evolução social, não sejam raras as vezes em que é necessário aplicar tais princípios universais, em si imutáveis, a novas situações e problemáticas que a evolução social vai criando.[29] Acresce que os juristas romanos desenvolvem o seu trabalho de forma privada e não são funcionários públicos. Apesar de múltiplas tentativas, a jurisprudência oficial na época romana nunca foi capaz de acabar com a jurisprudência livre, nem abalar seu enorme prestígio e independência.

A jurisprudência ou ciência do direito tornou-se uma profissão liberal a partir do século III AC. Os juristas mais importantes ante-

---

[26] Na palavras do próprio Bruno Leoni, o Direito configura-se como "*una continua serie de tentativi, che gli individui compiono quando pretendono un comportamento altrui, e si affidano al propio potere di determinare quel comportamento, qualora esso non si determini in modo spontaneo*". Bruno Leoni, "Diritto e politica", em *Scritti di scienza politica e teoria del diritto,* A. Giuffrè, Milán 1980, p. 240.

[27] De fato, o intérprete do *ius é o prudens*, ou seja, o perito em matéria jurídica ou *iuris prudens*. É ele quem tem a tarefa de *revelar* o direito. Os juristas aconselham e ajudam os indivíduos, instruem-nos sobre as fórmulas dos negócios ou contratos, respondem às suas questões e auxiliam os juizes e magistrados. Ver: Juan Iglesias, *Derecho romano: Instituciones de derecho privado*, ob. cit., pp. 54-55.

[28] Juan Iglesias, *Derecho romano: Instituciones de derecho privado*, ob. cit., p. 56. E sobretudo Rudolf von Ihering. *El espíritu del derecho romano*, Clásicos del Pensamiento Jurídico, Marcial Pons, Madrid 1997, especialmente, pp. 196-202 e 251-253.

[29] Intimamente relacionada com o papel de aconselhamento não só a particulares, mas também a magistrados e juizes, estava a função de *interpretatio,* que consistia em aplicar princípios antigos a necessidades novas, o que supunha um alargamento do *ius civile,* ainda que não fossem criadas novas instituições. Francisco Hernández-Tejero Jorge, *Lecciones de derecho romano*, Ediciones Darro, Madrid 1972, p. 30.

riores à nossa era são Marco Pórcio Catão e o seu filho Catão Liciano, o cônsul Mucio Scevola e os juristas Quinto Mucio Scevola, Sérvio Sulpício Rufo e Alfreno Varo. Mais tarde, já no século II d.C., inicia--se a época clássica, cujos juristas mais importantes são Gaio, Pompônio, Africano e Marcelo. Na sua esteira surgem, já no século III, juristas como Papiniano, Paulo, Ulpiano e Modestino. A partir desta altura o prestígio das soluções encontradas por estes juristas privados é tão grande, que lhes é dada força de lei e, para evitar as dificuldades que pudessem surgir das diferenças de opinião contidas nas obras de jurisprudência de uns e de outros, é dada força legal às obras de Papiniano, Paulo, Ulpiano, Gaio e Modestino, bem com às doutrinas dos juristas por eles citados, sempre que essas citações pudessem ser confirmadas consultando os originais. No caso de não haver acordo entre as opiniões destes autores, o juiz deveria seguir a doutrina defendida pela maioria. A existir empate, prevaleceria sempre a tese de Papiniano, pelo que se não houvesse opinião publicada deste autor sobre qualquer assunto, o juiz tinha liberdade para decidir.[30]

Cabe, pois, aos juristas clássicos romanos o mérito de terem descoberto, interpretado e aperfeiçoado, pela primeira vez, as mais importantes instituições jurídicas que tornam possível a vida em sociedade. Além disso, como veremos adiante, já tinham reconhecido a existência do contrato de depósito irregular, compreendido os princípios essenciais, e delineado o conteúdo e a essência tal como os definimos nas seções anteriores do presente capítulo. O contrato de depósito irregular não é uma criação intelectual sem contato com a realidade, mas uma necessidade lógica da natureza humana manifestada em múltiplos atos de interação e cooperação social, que se expressa em uma série de princípios que não podem ser violados sem que se produzam consequências gravíssimas para a teia das relações humanas. A grande importância do Direito, entendido desta forma evolutiva, livre e depurado das falhas lógicas por intermédio da ciência de especialistas jurídicos, radica no fato de constituir um guia que serve de orientação para o comportamento dos seres humanos, ainda que, devido ao próprio caráter abstrato, estes não sejam capazes de identificar nem de compreender, na maior parte dos casos concretos, a função completa e específica de cada instituição jurídica. Só muito mais tarde na evolução histórica do pensamento humano e graças, sobretudo, às contribuições da Ciência Econômica, foi possível entender as leis dos processos sociais e compreender um pouco o pa-

[30] Esta força legal foi adquirida pela primeira vez em uma constituição do ano de 426, conhecida como Lei das Citações de Teodósio II e Valentiniano III. Ver Hernández-Tejero Jorge, *Lecciones de derecho romano*, ob. cit., p. 3.

pel que têm na sociedade as instituições jurídicas. Um dos objetivos mais importantes deste livro é, precisamente, analisar, do ponto de vista econômico, as consequências sociais resultantes da violação dos princípios universais do Direito que regulam o contrato de depósito monetário irregular. A partir do capítulo IV levaremos a cabo esta análise de teoria econômica sobre uma instituição jurídica (o contrato de depósito bancário de moeda).

O conhecimento que temos hoje dos princípios universais do Direito, tal como foram descobertos pelos juristas romanos, é possível graças ao trabalho do imperador Justiniano, que, entre os anos 528 e 533 D.C. realizou o desmedido esforço de codificar as principais contribuições da jurisprudência do Direito Romano clássico, compilando-as em quatro livros (as Institutas, o *Digesto*, o Código de Justiniano ou Codex, e as *Novelas*), que, desde a edição de Dionísio Godofredo[31] são conhecidas como *Corpus iuris civilis*. As Institutas são uma obra fundamental destinada à formação dos estudantes e foram escritas com base nas Institutas de Gaio. Por sua vez, o *Digesto* ou Pandectas é uma compilação de textos clássicos de jurisprudência que inclui mais de nove mil fragmentos de diferentes juristas de prestígio. Os fragmentos de Ulpiano, que constituem a terceira parte do *Digesto*, juntamente com os de Paulo, Papiniano e Juliano são mais representativos do que os de todos os outros juristas. No total, há contribuições de trinta e nove especialistas do Direito clássico Romano. No Codex estão compiladas e ordenadas alfabeticamente as leis e constituições imperiais (o que corresponde ao conceito atual de legislação), e, finalmente, as *Novelas* ou Autênticas contêm as últimas constituições imperiais posteriores ao Código.[32]

Feita esta pequena introdução, vamos agora ver a forma como os juristas clássicos romanos trataram a instituição do depósito monetário irregular. Consideraram-na um tipo especial de depósito que incluía as características essenciais de um depósito e distinguiram-na de outros contratos de natureza e essência radicalmente diferentes, como é o caso do mútuo ou empréstimo.

---

[31] *Corpus iuris civilis*, edição de Dionísio Godofredo, Genebra 1583.

[32] Justiniano ordenou que fossem feitas as alterações necessárias nos materiais compilados para que a lei se tornasse apropriada para as circunstâncias de seu tempo e o mais perfeita possível. Estas alterações, correções e supressões denominam-se *interpolações*, tendo sido também chamadas *emblemata Triboniani*, uma vez que foi Triboniano quem ficou encarregado de efetuar a compilação. Existe toda uma disciplina dedicada ao estudo de tais interpolações, à descoberta do seu conteúdo por meio de comparação, análise lógica, estudo de anacronismos na linguagem, etc., tendo sido descoberto que um grande número das mesmas são posteriores à própria época justiniana. Ver: Francisco Hernández-Tejero Jorge, *Lecciones de derecho romano*, ob. cit., pp. 50–51.

O contrato de depósito irregular no Direito Romano

O contrato de depósito é tratado em geral na seção III do livro XVI do *Digesto*, que tem como título "do ato de depósito, direto ou não" (Depositi vel contra). Aqui, Ulpiano começa por defender que o "depósito é o que se deu a alguém para ser guardado e chama-se assim porque um algo é posto [em algum lugar]. A preposição do intensifica a significação, para demonstrar que todas as obrigações correspondentes à custódia do bem são da responsabilidade dessa pessoa."[33] Este tipo de depósito pode ser regular, quando se refere a um bem específico, ou irregular, quando se refere a um bem fungível.[34] No número 31 do título II do livro XIX do *Digesto*, Paulo explica a diferença entre o contrato de empréstimo ou mútuo e o contrato de depósito de bens fungíveis, chegando à conclusão de que, "se alguém depositar o dinheiro contado, não o entregando fechado ou selado, a única obrigação da pessoa que o recebe não deve ser senão devolver a mesma quantidade".[35] Ou seja, fica claramente expresso que no depósito monetário irregular a obrigação do depositário é única e exclusivamente a da devolução do tantundem, isto é, o equivalente, em quantidade e qualidade, ao inicialmente depositado.

[33] Ulpiano, oriundo de Tiro (Fenícia), foi assessor de outro grande jurista, Papiniano, e, juntamente com Paulo, foi membro assessor do *concilium principis* e do *praefectus praetorio* sob orientação de Alexandre Severo. Morreu assassinado pelos pretorianos no ano de 228. Foi um autor muito prolífico que se distinguiu mais pelos conhecimentos de literatura jurídica do que pela obra criadora. Bom compilador e escritor claro, seus escritos são escolhidos, com especial atenção para o *Digesto* de Justiniano, constituindo o seu núcleo fundamental. Ver, a propósito, Juan Iglesias, *Derecho romano: Instituciones de derecho privado*, ob. cit., p. 58. A passagem que citamos no texto é a seguinte em latim: "*Depositum est, quod custodiendum alicui datum est, dictum ex eo, quod ponitur, praepositio enim de auget depositum, ut ostendat totum fidei eius commissum, quod ad custodiam rei pertinet*.".

[34] Contudo, como bem indica Pasquale Coppa-Zuccari, a expressão *depositum irregolare* não surge até ser utilizada pela primeira vez por Jason de Maino, um glosador do século XV, cuja obra foi publicada em Veneza no ano de 1513. Ver: Coppa-Zuccari, Il *deposito irregolare*, ob. cit., p. 41. Para mais informações sobre o tratamento do depósito irregular no Direito Romano, deverá consultar-se também todo o capítulo I desta importante obra de Coppa-Zuccari, pp. 2-32. Na Espanha há um tratamento muito bom e atualizado da bibliografia relativa ao depósito irregular romano no artigo de Mercedes López-Amor y Garcia "*Observaciones sobre el depósito irregular romano*", em *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense 74*, curso 1988-1989, pp. 341-359.

[35] Na verdade, trata-se de um epítome ou resumo que Paulo fez do *Digesto* de Alfeno Varo. Alfeno Varo foi cônsul no ano 39 D.C. e autor de 40 livros do *Digesto*. Por sua vez, Paulo foi discípulo de Scevola e assessor de Papiniano, quando este era membro do conselho imperial sob direção de Severo e Caracalla. Homem de grande engenho e formação doutrinal, foi autor de numerosos escritos. A passagem que citamos no texto é a seguinte em latim: "*Idem iuris esse in deposito; nam si quis pecuniam numeratam ita deposuisset ut neque clausam, neque obsignatam traderet, sed adnumeraret, nihil aliud eum debere, apud quem deposita esset, nisi tantundem pecuniae solvere.*" Ver Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., vol. I, p. 963.

Além disso, sempre que alguém efetuava um depósito monetário irregular, recebia um certificado ou um recibo de depósito, feito por escrito. Sabemos isto graças a Papiniano, que no parágrafo 24 do título III do livro XVI do *Digesto*, referindo-se a um caso de depósito monetário irregular, disse:

> Dou-te conhecimento por esta carta escrita à mão, para que o saibas, que as cem moedas que neste dia me confiaste por intermédio de Sticho, escravo administrador, estão em meu poder e que as entregarei a ti no momento e no local que desejares.

Esta citação mostra claramente a disponibilidade imediata dos bens para o depositante e a forma como este obtinha um recibo ou certificado de depósito monetário irregular que não só era prova de propriedade, como um documento que deveria apresentar no momento em que desejasse levantar o próprio dinheiro.[36]

A obrigação essencial dos depositários é a de manter sempre à disposição dos depositantes o tantundem do que estes lhes entregam, pelo que se, por alguma razão, o depositário entrar em falência, os depositantes têm preferência absoluta sobre todos os outros credores, como Ulpiano explica muito claramente (parágrafo 2 do número 7 do título III do livro XVI do *Digesto*), afirmando que

> sempre que os banqueiros sejam declarados insolventes, deve-se, em primeiro lugar ter em conta os depositantes, ou seja, aqueles que têm dinheiro depositado, e não quem ganha juros sobre dinheiro em poder dos banqueiros. Assim, caso tenham sido vendidos os bens, os depositantes têm prioridade sobre quem tem privilégios, não se levando em conta quem recebe juros, tratados como se tivessem renunciado ao depósito.[37]

---

[36] Papiniano, oriundo da Síria, foi Praefectus Praetorio a partir do ano de 203 D.C. tendo sido condenado à morte pelo imperador Caracalla em 212, ao negar-se a justificar o assassinato do seu irmão, Geta. Partilhou com Juliano a reputação de ser o mais notável dos juristas romanos e, de acordo com Juan Iglesias, "destaca-se nos seus escritos pela sagacidade e sentido prático, mantendo sempre um estilo sóbrio" (*Derecho romano: Instituciones de derecho privado*, ob. cit., p. 58). A passagem que citamos no texto é a seguinte em latim: "*centum numos, quos hac die commendasti mihi annumerante servo Sticho actore, esse apud me, ut notum haberes, hac epitistola manu mea scripta tibi notum facio; quae quando volis, et ubi voles, confestim tibi numerabo.*" Ildefonso García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., vol. I, p. 840).

[37] "*Quoties foro cedunt numularii, solet primo loco ratio haberi depositariorum, hoc est eorum, qui depositas pecunias habuerunt, non quas foenore apud numularios, vel cum numulariis, vel per ipsos exercebant; et ante privilegia igitur, si bona venierint, depositariorum ratio habetur, dummodo eorum, qui vel postea usuras acceperunt, ratio non habeatur, quasi renuntiaverint deposito*". Ildefonso García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., vol. I, p. 837). Note-se que o termo utilizado aqui para designar os banqueiros não é *argentarii mas numularii* ou

A enunciação deste princípio por parte de Ulpiano mostra também claramente que a cobrança de juros não era considerada compatível com o depósito monetário irregular, e que quando os juros eram pagos pelos banqueiros, eram-no ao abrigo de um contrato totalmente diferente (neste caso, o contrato de mútuo ou empréstimo efetuado a um banqueiro ou, como é mais conhecido nos dias de hoje, o contrato de "depósito" a prazo).

No que diz respeito às obrigações do depositário, é expressamente mencionado no *Digesto* (livro XLVII, título II, número 78) que quem receber um bem em depósito e o utilizar para um fim diferente daquele para que o tiver recebido poderá ser considerado culpado de furto. No mesmo título (livro XLVII, título II, número 67), Celso diz-nos também que receber um depósito com intenção dolosa constitui crime de furto. O furto é definido por Paulo como "a apropriação fraudulenta de um bem, para conseguir lucro, quer do próprio bem, quer do seu uso ou da sua posse; o que é proibido pela lei natural".[38] Como se pode ver, no Direito Romano, a atual figura do delito de apropriação indébita estava inserida dentro da figura criminal de furto. Ulpiano, referindo-se a Juliano, conclui também que "se alguém tiver recebido dinheiro da minha parte para pagar a um credor meu, e pagar em seu próprio nome, estando ele próprio a dever a mesma quantidade ao credor, cometerá o crime de furto" (*Digesto*, livro XLVII, título II, número 52, parágrafo 16).[39]

Ainda mais clara é a obrigação de manter a total disponibilidade do tantundem e a existência de crime de furto se tal disponibilidade não for mantida, no número 3 do título XXXIV (sobre "a ação de depósito") do livro IV do *Corpus iuris civilis*, que inclui a constituição estabelecida sob o consulado de Gordiano e Aviola no ano de 239, na qual o imperador Gordiano indica a Austero que "se fizeres um depósito, pedirás, não sem razão, que te sejam pagos também juros, uma vez que o depositário deve agradecer-te que não o tornes responsável pelo crime de furto, dado que aquele que contra a vontade do seu dono usar, intencional e voluntariamente, a coisa depositada para uso

numulários, que chegou até ao protuguês (numulário: "indivíduo que tem muito dinheiro; argentário; banqueiro; capitalista", Houaiss, Antônio, Mauro Villar, *Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa*, Instituto Antônio Houaiss de Lexicografia e Banco de Dados da Língua Portuguesa S/C Ltda., Rio de Janeiro: Editora Objetiva, 2001).

[38] "*Furtum est contrectatio rei fraudulosa, lucri faciendi gratia, vel ipsius rei, vel etiam usus eius possessionisve; quod lege naturali prohibitum est admittere*". Ver: Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., tomo III, p. 645.

[39] *Ibidem*, p. 663.

próprio incorre também no crime de furto."[40] Na mesma fonte, um pouco mais adiante, na seção 8, é expresso o caso concreto em que o depositário utiliza em benefício próprio o dinheiro que recebeu em depósito, emprestando-o a outras pessoas, insistindo-se que tal ação viola o princípio de custódia, obriga os depositários a pagar juros e faz com que sejam culpados do crime de furto, como acabamos de ver na Constituição de Gordiano. Nesta seção podemos ler:

> Se a pessoa que recebeu o dinheiro depositado, o empresta, em seu próprio nome, ou no nome de qualquer outra pessoa, ele e seus sucessores estão obrigados a cumprir o encargo de confiança assim aceite."[41]

Reconhece-se, em suma, a tentação, que não raras vezes sentem aqueles que recebem dinheiro em depósito, de utilizá-lo como se fosse seu. Este reconhecimento encontra-se claramente expresso noutra parte do *Corpus iuris civilis* (*Novelas*, Constituição LXXXVIII, no final do capítulo I), onde se afirma que é preciso sancionar adequadamente, não só por meio da acusação de furto, mas também por meio do pagamento dos juros de mora, "para que, por receio destas ações, deixem os homens de ter uma conduta mal-intencionada, insensata e perversa no uso dos depósitos".[42]

Assinale-se que os juristas romanos estabeleceram que em caso de descumprimento da obrigação imediata de devolução por parte do depositário, não só se tornava claro o perpetração prévia de um crime de furto, como, além disso, havia lugar a obrigação de pagamento de juros de mora. Assim, Papiniano estabelece que:

> Aquele que tiver recebido dinheiro em depósito em envelope não selado, acordando devolver a mesma quantidade mais tarde, e o usar para proveito próprio, será condenado depois da mora a pagar juros pela ação de depósito.[43]

---

[40] "*Si depositi experiaris, non immerito etiam usuras tibi restitui flagitabis, quum tibi debeat gratulari, quod furti eum actione non facias obnoxium, siquidem qui rem depositam invito domino sciens prudensque in usus suus converterit, etiam furti delicto succedit*". (Ibid., vol. 4, p. 490) Ver Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., tomo IV, p. 490.

[41] "*Si is, qui depositam a te pecuniam accepit, eam suo nomine vel cuiuslibet alterius mutuo dedit, tam ipsum de implenda suscepta fide, quan eius successores teneri tibi, certissimum est.*" Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., tomo IV, p. 491.

[42] "*Ut hoc timore stultorum simul et perversorum maligne versandi cursum in depositionibus homines cessent.*" Está claro, como veremos, mais adiante no próximo capítulo, que os depositários faziam uso perverso das quantias que lhes eram confiadas pelos depositantes. Ver: Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., tomo VI, pp. 310-311.

[43] "*Qui pecuniam apud se non obsignatam, ut tantundem redderet, depositam ad usus propios convertit, post moram in usuras quoque iudicio depositi condemnandus est*". Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil*

É este princípio perfeitamente justo que explica o fenômeno do depositum confessatum, que estudaremos com mais pormenor no próximo capítulo, segundo o qual, ao longo da Idade Média, foi utilizada a figura do depósito irregular para evitar a proibição canônica de cobrança de juros, disfarçando de depósitos certos contratos que eram, na realidade, empréstimos ou mútuos, e permitindo a cobrança de juros, ao incorrer deliberadamente em suposta demora. Caso se reconhecesse desde o princípio que os contratos eram de mútuo ou de empréstimo, tais juros não seriam canonicamente permitidos.

Por fim, encontramos evidências de que os juristas romanos entenderam a diferença essencial que existe entre o contrato de empréstimo ou mútuo e o contrato de depósito monetário irregular no número 26 do título III do livro XVI (excerto de Paulo), nos excertos de Ulpiano compilados no número 9 do título I do livro XII do *Digesto* e no número 10 do mesmo título, entre outros. Contudo, a asserção mais clara e evidente disso mesmo é também de Ulpiano e pode ser encontrada na seção 2 do número 24 do título V do livro XVII do *Digesto*, onde o jurista conclui expressamente que "uma coisa é conceder um empréstimo, outra é depositar", estabelecendo que "depois de vendidos os bens de um banqueiro e de atendidos os privilegiados, deve se dar preferência àqueles que com fé pública depositaram dinheiro no banco. Mas não se separam dos restantes os credores que tenham recebido dos banqueiros juros pelo dinheiro depositado; e com razão, porque uma coisa é conceder um empréstimo, outra é depositar".[44] É, pois, claro neste excerto de Ulpiano que os banqueiros faziam dois tipos de operações distintas. Por um lado, a recepção de depósitos, que não davam direito a juros e obrigavam à manutenção plena e contínua da disponibilidade do tantundem a favor dos depositantes, que tinham o privilégio absoluto em caso de falência. Por outro lado, uma operação distinta, que consistia em receber empréstimos (contrato de empréstimo ou mútuo), o que dava origem à obrigação de os banqueiros pagarem juros a quem lhes tivesse entregado o dinheiro do

---

romano, ob. cit., tomo I, p. 841.

[44] "*In bonis mensularii vendundis post privilegia potiorem eorum causam esse placuit, qui pecunias apud mensam fidem publicam secuti deposuerunt. Set enim qui depositis numis usuras a mensulariis accepurunt, a ceteris creditoribus non seperantur; et merito, aliud est enim credere, aliud deponere*". Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., tomo III, p. 386. Papiniano, por sua vez, diz que em caso de descumprimento do depositário, a devolução dos depósitos pode ser feita utilizando dinheiro depositado que se encontre entre os bens do banqueiro, mas também do defraudador. Os privilégios do depositante "estendem-se não só ao dinheiro depositado que se encontrou nos bens do banqueiro, mas também a todos os bens do defraudador; e isto aplica-se tendo em vista o bem público, dada a necessidade dos serviços bancários. Contudo, têm prioridade as despesas feitas por necessidade, uma vez que o cálculo dos bens faz-se normalmente depois de aquelas serem descontadas". Este princípio da responsabilidade ilimitada dos banqueiros pode ser encontrado no número 8 do título III do livro XVI do *Digesto*.

empréstimo, que não tinha qualquer privilégio em caso de falência. A clareza conceitual de Ulpiano na distinção entre ambos os contratos e a justiça das soluções não podiam ser maiores.

Os princípios jurídicos universais que regulam o contrato de depósito monetário irregular já tinham sido, portanto, descobertos e analisados pelos juristas clássicos romanos, em natural correspondência com o desenvolvimento de uma economia comercial e financeira significativa, na qual o papel dos bancos se tornou muito importante. Mais tarde, estes princípios passaram a fazer parte dos códigos legais medievais de diferentes países da Europa, incluindo dos de Espanha, apesar da séria recessão econômica e financeira resultante da queda do Império Romano e do advento da Idade Média. Desta forma, em Las Partidas (Lei II, Título III, Partida V) estabelece-se que quem recebe mercadorias por conta de outrem aceita um depósito irregular que lhe é transmitido pelo proprietário das mesmas, ficando obrigado, em troca, segundo o acordado na escritura correspondente, a devolver ao depositante as mercadorias recebidas ou o valor indicado no contrato de todas as mercadorias que tiverem sido retiradas do depósito, seja por tê-las vendido com a autorização do proprietário anterior, seja por outras causas imprevistas.[45] Além disso, também no Fuero Real (Lei V, Título XV, Livro III) se faz a distinção entre o depósito de "algum dinheiro contado ou ouro ou prata em bruto", recebido de "outros, a peso", que o depositário "pode usar, devolvendo bens da mesma qualidade e quantidade", do depósito "selado e não contado ou pesado", que "não pode ser usado, mas se for, deve ser devolvido em dobro".[46] Podemos verificar, pois, que nestes Códigos medievais se distingue claramente entre o depósito regular de um bem específico e o depósito monetário irregular e se afirma que neste último se transfere a propriedade do bem. No entanto, possivelmente como consequência da crescente influência da figura do depositum confessatum, os códigos não incluem especificações feitas no Corpus juris civilis a respeito do fato de que embora se "transfira" a propriedade, a obrigação de custódia mantém-se, e, com ela, a obrigação de ter sempre à disposição do depositante o equivalente (tantundem) em quantidade e qualidade do depósito original.

---

[45] Em *Las Partidas* os depósito denominam-se *condesijos*, e na lei II podemos ler que "o controle sobre a posse dos bens que são dados em guarda não se transfere para quem os recebe, exceto quando os bens podem ser contados, pesados ou medidos no momento da entrega. Se forem entregues ao receptor por quantidade, peso ou medida, o controlo de propriedade é transferido. Contudo, este deve devolver o bem ou a mesma quantidade de outro igual àquele que lhe foi entregue para guarda". A clareza com que se expressam *Las Partidas* sobre este tema não podia ser maior. Ver: *Las Siete Partidas*, glosadas pelo licenciado Gregorio López, publicadas na edição facsimile pelo Boletín Oficial del Estado, Madrid 1985, vol. III, 5.ª Partida, título III, ley II, pp. 7-8.

[46] Ver a referência feita por Juan Roca Juan ao *Fuero Real* no seu artigo sobre "El depósito de dinero", em *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, tomo XXII, vol. I, p. 249.

Podemos concluir, portanto, que a tradição jurídica romana definiu corretamente os contornos da instituição do depósito monetário irregular, traçando os seus princípios e as diferenças essenciais em relação a outras instituições ou contratos jurídicos como o empréstimo ou mútuo. No próximo capítulo, vamos analisar a forma como os princípios essenciais que regulam as interações humanas relativas ao depósito monetário irregular e, concretamente, os direitos de propriedade e de disponibilidade implicados pelo mesmo, se foram corrompendo paulatinamente ao longo dos séculos, como resultado da ação combinada de banqueiros e governantes, assim como as razões e circunstâncias que facilitaram e tornaram possível esse processo. No capítulo III, estudaremos as diferentes tentativas jurídicas para dar cobertura legal aos contratos que, contrariando os princípios tradicionais do Direito, foram sendo admitidos. A partir do capítulo IV, estudaremos as consequências econômicas de todo esse processo.

Capítulo 2

A Violação dos Princípios Jurídicos do Contrato de Depósito Monetário Irregular ao Longo da História

Neste capítulo vamos mostrar, usando vários exemplos, como, ao longo da história, os banqueiros foram violando os princípios tradicionais do Direito no que respeita ao depósito irregular, bem como expor as razões pelas quais os mecanismos sociais de controle não puseram fim aos abusos cometidos. Será ainda analisado o papel dos governos neste processo. Estes, em vez de procurarem a defesa escrupulosa das implicações jurídicas do direito de propriedade, apoiaram a atividade irregular dos banqueiros quase desde o princípio, concedendo-lhes isenções e privilégios de forma a poderem tirar partido dessa atividade para os próprios fins. Explica-se assim o aparecimento das tradicionais relações de cumplicidade e solidariedade existente entre as instituições estatais e as bancárias, que se mantêm até hoje. É necessário compreender adequadamente a origem juridicamente viciada da prática do depósito bancário de moeda com reserva fracionária para entender o fracasso das diversas tentativas de justificação jurídica dos abusos cometidos, que serão estudadas no capítulo III.

1
Introdução

A natureza jurídica do contrato de depósito monetário irregular, exposta no primeiro capítulo, é clara e de fácil compreensão. Não há dúvida de que aqueles que recebiam em guarda e custódia o dinheiro de seus concidadãos tinham consciência das obrigações que assumiam e, concretamente, da necessidade de proteger, como um bom pai de família, o *tantundem* recebido, de forma que estivesse sempre à disposição do depositante. É isto, e não outra coisa, que significa a responsabilidade de custódia em um contrato de depósito de um bem fungível. Contudo, assim como é clara a natureza jurídica do contrato de depósito monetário irregular, é imperfeita e débil a natureza do ser humano. Por isso, é compreensível que aqueles que receberam dinheiro em depósito se tenham visto tentados a violar a obrigação de custódia e a utilizar, para benefício próprio, o dinheiro que deveria estar disponível para os demais. A *tentação* era muito grande: sem que os depositantes se apercebessem, os banqueiros podiam dispor de so-

mas consideráveis, que, bem utilizadas, podiam gerar elevados lucros ou juros, dos quais se podiam apropriar sem, aparentemente, prejudicar ninguém.[1] Esta tentação quase irresistível em que, dada a debilidade da natureza humana, caíram os banqueiros explica que, já desde as suas origens, se tenham violado, de forma encoberta, os princípios tradicionais de custódia em que se sustenta o contrato de depósito monetário irregular. Acresce que o caráter abstrato e de difícil compreensão do conteúdo das relações monetárias fez com que este fenômeno tivesse passado despercebido para a maior parte das pessoas e autoridades encarregadas de controlar o cumprimento dos princípios morais e jurídicos. E quando os abusos e fraudes começaram a ser detectados e mais bem entendidos, a instituição bancária estava funcionando há tanto tempo e já tinha um poder tal, que foi praticamente impossível pôr fim aos abusos de forma efetiva. Além disso, a descoberta gradual, por parte das autoridades, do imenso poder que os negócios bancários possuíam para gerar dinheiro explica a razão por que, em grande parte das circunstâncias, os governos tenham acabado por se tornar cúmplices das fraudes cometidas, concedendo privilégios aos banqueiros e legalizando a sua atividade irregular, em troca de poder participar direta ou indiretamente, dos grandes lucros, criando assim uma via alternativa muito importante de financiamento estatal. Esta corrupção da definição e defesa do direito de propriedade no dever público tradicional foi ainda impulsionada pela extrema necessidade de recursos que os governos enfrentaram, graças à sua histórica irresponsabilidade e falta de disciplina financeira. Desta forma, foi sendo forjada uma simbiose ou comunidade de interesses cada vez mais perfeita entre governantes e banqueiros, que, em grande medida, se mantém até hoje.

Apesar da complexidade, as circunstâncias descritas começaram, já há muito tempo, a ser compreendidas por pensadores profundos e perspicazes. O doutor Saravia de la Calle, por exemplo, na obra *Instrucción de mercaderes* referindo-se aos efeitos perniciosos da rede bancária, diz que: “a insaciável cobiça dos homens tirou-lhes de tal maneira o temor a Deus e o sentimento de vergonha, e acredito que isso se deve ao des-

[1] Referimo-nos, no texto, ao lucro mais evidente que em um primeiro momento foi a causa das apropriações indevidas cometidas pelos banqueiros. Mais adiante, no capítulo IV, verificaremos que muito maior do que o lucro indicado, é o que se gera como consequência do poder que os banqueiros têm de emitir dinheiro ou criar empréstimos e depósitos a partir do nada. Estas operações geraram um lucro extraordinariamente maior, mas que, pelo caráter abstrato do processo de geração não chegou a ser completamente entendido nem pelos próprios banqueiros até fases muito posteriores do processo de evolução financeira. Porém, o fato de não terem compreendido, mas apenas intuído, este segundo tipo de lucro não quer dizer que não tenham tirado proveito dele. Em suma, no próximo capítulo explicaremos que a violação, por parte dos banqueiros, dos princípios do Direito tradicional, com o recurso ao sistema bancário de reserva fracionária, faz com que seja possível criar créditos a partir do nada, cuja devolução se exige depois em dinheiro vivo (e com juros!). Trata-se, pois, de uma fonte de financiamento constante e privilegiada em forma de depósitos que os banqueiros criam do nada e utilizam permanentemente para os próprios interesses.

cuido dos que governam nos campos espiritual e temporal".[2] Se há algo em que Saravia de la Calle peca, é, precisamente, no excesso de caridade em relação aos governantes. Atribui, corretamente, à debilidade ou cobiça dos homens a fraude no depósito irregular, mas só responsabiliza os governantes pelo seu "descuido", ao não saberem pôr fim aos abusos. Em nossa opinião, a história mostra que, além do óbvio descuido, os governantes tiraram, clara e explicitamente, proveito dos grandes lucros do "negócio" bancário em muitas outras ocasiões. Além disso, iremos verificar que, noutras circunstâncias, as autoridades não só concederam privilégios aos banqueiros para que estes operassem impunemente em troca de favores explícitos, como até criaram bancos públicos de forma a tirarem proveito direto dos lucros correspondentes.

Embora o desenvolvimento das atividades bancárias seja muito antigo, e tenha surgido praticamente com a aparição da moeda, o alvorecer do comércio e os primeiros passos da divisão de trabalho,[3] vamos apresentar e ilustrar a violação dos princípios tradicionais do Direito no depósito irregular por parte de banqueiros e governantes em três circunstâncias históricas diferentes: a do mundo greco-romano; a das cidades comerciais mediterrâneas da baixa Idade Média e do começo do Renascimento; e, por último, a do surgimento dos primeiros bancos públicos importantes a partir do século XVII. A evolução da rede bancária nesses três períodos histó-

---

[2] Luis Saravia de la Calle, *Instrucción de mercaderes*, Pedro de Castro, Medina del Campo 1544; reeditado na *Colección de Joyas Bibliográficas*, Madrid 1949, capítulo VIII, p. 179.

[3] O arqueólogo Lenor Mant descobriu nas ruínas da Babilônia uma tábua de argila com uma inscrição que atesta o tráfego mercantil interurbano e a utilização de meios de pagamento de índole comercial e financeira. A tábua refere um tal de Ardu-Nama (o sacador da cidade de Ur) a mandar a um tal de Marduk-Bal-at-Irib (o sacado), da cidade de Orcoé, pagar por sua conta a soma de quatro minas e quinze ciclos de prata a Bel--Abal-Iddin em um prazo determinado. Este documento tem data de 14 Arakhsamna do ano 2 do reinado de Nabonaid. Por sua vez, o investigador Hilprecht descobriu, nas ruínas da cidade de Nippur, um total de 730 tábuas de argila cozida com inscrições que supostamente pertenceram aos arquivos de um banco que havia na cidade em 400 AC chamado Nurashu e Filhos (ver "Origen y desenvolvimiento histórico de los bancos", em *Enciclopedia universal ilustrada europeo-americana*, Editorial Espasa-Calpe, tomo VII, Madrid 1979, p. 477). Já Joaquim Trigo, além de nos dar as informações acima, refere ainda que, no ano de 3300 AC, o templo de Uruk era proprietário das terras que explorava e receptor de oferendas e depósitos, emprestando a agricultores e a mercadores de gado e cereais e se convertendo, assim, no primeiro estabelecimento bancário da história. No Museu Britânico, encontram-se também tábuas com registos de operações financeiras do banco Filhos de Egibi, cuja sequência mostra que, já na época dos assírios, havia uma autêntica dinastia financeira que se manteve à frente da entidade durante mais de 180 anos. Por sua vez, o código Hammurabi facilitou a transmissão da propriedade, regulando com minúcia os direitos relacionados com a mesma e a atividade mercantil, estabelecendo limites para os tipos de juros e organizando até, empréstimos públicos a 12,5%. Foram também regulados os acordos de parceria e os registos de contabilidade das operações. Da mesma forma, no código Manú, da Índia, são feitas referências a operações de tipo bancário e financeiro. Em geral, pode dizer-se que há resquícios de documentação instrumental de operações financeiras feitas entre 2300 e 2100 AC, embora a proliferação do negócio "bancário" comece apenas entre 730 e 540 AC, altura em que as dinastias assíria e neobabilônica permitem um tráfego comercial seguro que dá origem a bancos especializados de acordo com o tipo de comércio com que operam. Esta atividade estende-se ainda ao Egito, e, daí ao mundo helênico (Joaquín Trigo Portela, "Historia de la banca", cap. III da *Enciclopedia práctica de la banca*, tomo VI, Editorial Planeta, Barcelona 1989, especialmente as pp. 234-237).

ricos distintos produziu resultados com características muito semelhantes, portanto há um evidente paralelismo entre eles. Com efeito, em cada um desses períodos é possível verificar a forma como começam a ser violados os princípios tradicionais do Direito e os efeitos perversos daí decorrentes, não só a falência dos bancos, mas também profundas crises financeiras e econômicas. Nos exemplos históricos seguintes repetem-se as mesmas fraudes e as mesmas fases e características típicas, bem como as mesmas tentativas fracassadas de impor o cumprimento dos princípios tradicionais de custódia, o que, inexoravelmente, dá azo, mais uma vez, às mesmas consequências perniciosas, em um processo que se foi repetindo até aos dias de hoje. Passemos agora, sem mais delongas, a ilustrar a violação dos princípios tradicionais do Direito e a intervenção cúmplice dos governantes nos casos de fraude e de abusos bancários cometidos ao longo da história.

2
Os sistemas bancários na Grécia e em Roma

Na Grécia antiga, os templos funcionavam como bancos, emprestando dinheiro a particulares e monarcas. Por razões religiosas, os templos eram considerados invioláveis, portanto se tornaram um refúgio relativamente seguro para o dinheiro. Além disso, possuíam uma milícia própria que os defendia, bem como a riqueza dos templos dava confiança aos depositantes. Assim, do ponto de vista financeiro, os templos gregos mais importantes eram o de Apolo em Delfos, o de Artemisa em Éfeso e o de Hera em Samos.

Os trapezitas ou banqueiros gregos

Felizmente, temos à nossa disposição fontes documentais sobre o sistema bancário na Grécia. A primeira, e talvez mais importante, é a *Trapezitica*,[4] escrita por Isócrates no ano de 393 AC[5] Trata-se de um

[4] Raymond de Roover assinala que o termo atual *banqueiro* tem origem em Florença, onde os banqueiros eram chamados de *banchieri* ou *tavolieri*, porque desenvolviam a sua atividade sentados atrás de um banco ou de uma mesa (*tavola*). Era também esta a terminologia usada na antiga Grécia, onde os banqueiros eram chamados de *trapezitei*, uma vez que desenvolviam os negócios em uma *trapeza*, ou mesa. É por isso que o discurso de Isócrates "Sobre um assunto bancário" é tradicionalmente conhecido pelo nome de *Trapezitica*. Ver: Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1963, p. 15. Por sua vez, o grande Diego de Covarrubias e Leyva nota que "os gregos chamavam *collybus* à retribuição que se dá ao cambista pelo câmbio e, logo, *collybistas* aos cambistas. Também foram chamados de *numulários* e *argentários* e ainda de *trapezitas*, *mensulários* ou *banqueiros*, porque não só se dedicavam ao câmbio, como exerciam um negócio mais lucrativo: recebiam dinheiro para guardar e emprestavam, com juros, o dinheiro próprio e o alheio". Ver o capítulo VII da obra *Veterum collatio numismatum*, publicada nas *Omnia opera* em Salamanca em 1577.

[5] Isócrates era um dos *macróbioi* da antiguidade e viveu quase 100 anos (entre 436 e 338 AC). Viveu, pois, desde os últimos anos de paz da Atenas triunfante sobre os persas até à guerra do Peloponeso, as sucessivas hegemonias espartana e tebana e a expansão macedônica que terminou com a batalha de Queronea, na qual

discurso forense em que Isócrates defende os interesses do filho de um representante de Sátiro, rei de Bósforo, que acusa Passio, um banqueiro de Atenas, de ter se apropriado indevidamente de um depósito de dinheiro que aquele lhe confiara. Passio era um antigo escravo de outros banqueiros (Antístenes e Arquetratos), cuja confiança foi capaz de ganhar e cuja prosperidade chegou até a superar, conseguindo assim receber cidadania ateniense. O discurso forense de Isócrates relata uma tentativa de Passio se apropriar de depósitos confiados ao seu banco, tirando proveito das dificuldades do depositante e não hesitando em enganar pessoas, falsificar e roubar contratos, fazer subornos, etc. É um discurso tão importante para nossos objetivos, que vale a pena que nos detenhamos em algumas das passagens.

Isócrates começa a argumentação assinalando que é arriscado processar um banqueiro, porque "os acordos com os bancários são celebrados sem testemunhas e as partes prejudicadas têm por força de se arriscar perante tais pessoas, *que têm muitos amigos, manejam muito dinheiro e parecem de confiança pela profissão que exercem*".[6] É interessante realçar que já desde o princípio os banqueiros faziam uso de toda a sua influência e poder social (enorme, dada a quantidade e qualidade das figuras a quem faziam empréstimos ou que lhes deviam favores), para defender os seus privilégios e manter a atividade fraudulenta.[7]

Filipe II se impôs à Liga Helênica no ano de falecimento de Isócrates. O pai de Isócrates, Teodoro, era um cidadão de classe média que tinha enriquecido graças à sua fábrica de flautas, o que permitiu dar aos filhos uma educação esmerada. Segundo consta, Terámines, Górgias e, sobretudo, Sócrates foram mestres diretos de Isócrates (há uma passagem de Fedro em que Platão põe na boca de Sócrates um elogio, aparentemente irônico, prevendo-lhe um grande futuro). Isócrates dedicou-se à logografia, ou seja, a escrever discursos jurídico-forenses para outros (que reclamavam ou defendiam os seus direitos) e mais tarde abriu uma escola de Retórica em Atenas. Para mais informação, pode consultar-se a "Introducción General" de Juan Manuel Guzmán Hermida aos *Discursos*, vol.1, Biblioteca Clásica Gredos, Madrid 1979, pp. 7-43.

[6] Isócrates, "Sobre un asunto bancario", *em Discursos I*, ob. cit., p. 112.

[7] Mais de 2200 anos depois de Isócrates, o senador da Pensilvânia, Condy Raguet, reconhecia também os banqueiros tinham um grande poder e que o usavam para intimidar os inimigos e fazer os possíveis para desencorajar os depositantes retirarem os depósitos com a vã esperança de, entre outras, evitar a crise. Condy Raguet conclui que a pressão era quase insuportável e que: "*an independent man, who was neither a stockholder or a debtor who would have ventured to compel the banks to do justice, would have been persecuted as an enemy of society* […]" Ver a carta de Raguet a Ricardo datada de 18 de Abril de 1821, publicada em David Ricardo, *Minor Papers on the Currency Question 1805–1823*, Jacob Hollander (ed.), The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1932, pp. 199-201. A mesma ideia tinha já sido veiculada quase três séculos antes por Saravia de la Calle, que, lembrando as dificuldades que os banqueiros apresentam aos depositantes, para que estes não retirem o dinheiro, e que poucos atreviam a contestar, refere as "outras mil humilhações que fazeis aos que vão levantar o dinheiro, detendo-os e fazendo-os gastar dinheiro à espera e ameaçando-os que lhes pagareis em moeda fraca. E assim os forçais a que vos deem o que quereis. Encontrastes esta forma de roubar, porque quando tentam levantar o dinheiro não ousam pedir dinheiro vivo, antes deixam o dinheiro convosco para recolherdes lucros maiores e mais infernais." *Instrucción de mercaderes*, ob. cit. p.183. Por último, também Marx se refere ao temor reverencial que os bancos provocam em toda a gente, usando as irônicas palavras de G. M. Bell: "O receio do franzir de sobrancelhas do banqueiro tem mais influência nele do que as prédicas morais dos amigos; treme com a possibilidade de

Isócrates explica que seu cliente, que planejava uma viagem, depositou uma grande quantidade de dinheiro no banco de Passio. Depois de uma série de peripécias, quando o cliente foi levantar o dinheiro, o banqueiro alegou que "estava sem fundos naquele momento e que não podia devolvê-lo". Contudo, publicamente, em vez de admitir a situação, negou a existência de qualquer depósito ou dívida em favor do cliente de Isócrates. O cliente nos diz que, muito surpreendido pelo comportamento do banqueiro, volta a reclamar o pagamento a Passio, e que este:

> Depois de cobrir a cabeça, começou a chorar e disse que tinha sido forçado a negar o meu depósito por dificuldades econômicas, mas que iria em breve tentar devolver-me o dinheiro; pediu-me que tivesse compaixão e mantivesse *em segredo* a sua pobre situação para ninguém descobrisse que ele tinha cometido fraude.[8]

É, pois, claro que, na prática bancária grega, e de acordo com o que Isócrates diz no seu discurso, os banqueiros que recebiam o dinheiro em guarda ou custódia deviam protegê-lo e mantê-lo ao dispor dos clientes, pelo que se considerava fraude o uso em benefício próprio. Além disso, é muito significativa a tentativa de manter *em segredo* este tipo de fraude para que a confiança nos banqueiros não se quebrasse e para que pudessem, assim, prosseguir com a atividade fraudulenta. Por outro lado, é possível deduzir do discurso de Isócrates que a atividade de Passio não foi um caso isolado de dolo realizado com o objetivo de apropriação do dinheiro de um cliente em circunstâncias favoráveis. Na verdade, as dificuldades em devolver o dinheiro se deveram ao fato de não ter mantido um coeficiente de caixa de 100% e de ter utilizado em negócios particulares a quantia do depósito, deixando-o sem outra "saída" que não fosse a negação pública da existência do depósito.

Isócrates continua o discurso com as palavras do cliente, que diz:

> Pensando eu que ele estava arrependido, condescendi e disse-lhe para encontrar uma forma de recuperar o meu dinheiro que permitisse que ele salvasse a reputação. Três dias depois nos reunimos e demos a nossa palavra de que o ocorrido seria mantido em segredo; (palavra que

ser suspeito de fraude ou de incorrer no mais leve falso testemunho, *por medo de criar suspeitas e, consequentemente, de que o banco lhe restrinja ou retire o crédito*. O conselho do banqueiro é mais importante que o do confessor." Karl Marx, *El capital*, vol. III, Fondo de Cultura Económica, México 1973, p. 511 (itálico acrescentado).

[8] Isócrates, "Sobre un asunto bancario", em *Discursos I*, ob. cit., pp. 114 e 117.

> ele quebrou, como verão mais adiante no meu discurso). Concordou em ir de barco comigo até Ponto e em devolver-me o ouro lá, para que o contrato fosse rescindido o mais longe possível desta cidade; assim, ninguém daqui saberia do modo da rescisão e, após voltarmos, poderia dizer o que quisesse.

No entanto, Passio negou tal acordo, fez desaparecer os escravos que tinham sido testemunhas do mesmo, falsificou e roubou documentos com o intuito de mostrar que o que o cliente tinha era uma dívida e não um depósito. Dado o segredo com que os banqueiros realizavam a maioria das atividades, e, concretamente, o caráter secreto de muitos depósitos[9] (não eram utilizadas testemunhas), Isócrates se viu obrigado a apresentar testemunhas indiretas que sabiam que o depositante tinha ganho muito dinheiro e utilizado o banco de Passio e que, além disso, na altura em que efetuou o depósito, tinha trocado mais de mil estateres[10] por ouro. Isócrates acrescenta que o argumento fundamental para convencer os juízes da existência do depósito e da tentativa de Passio de ficar com o dinheiro foi o fato de este nunca ter querido "entregar o escravo que tinha conhecimento do depósito para interrogatório sob tortura. Haverá prova mais forte do que esta nos contratos com banqueiros? Não usamos testemunhas com eles."[11] Ainda que não tenhamos evidência documental do resultado deste processo, é certo que Passio foi condenado ou chegou a acordo com o acusador. Em todo o caso, aparentemente, começou a partir de então a atuar com correção e voltou a ganhar a confiança da cidade. Sua casa foi herdada por um antigo escravo, Formião, que lhe sucedeu com êxito.

É precisamente em favor de Formião que existe um discurso forense de Demóstenes que nos fornece também informações interessantes sobre a atividade dos banqueiros na Grécia. Demóstenes refere-se à forma como Passio tinha, na altura de sua morte, cinquenta talentos[12] concedidos sob a forma de empréstimos, dos quais "onze procediam de depósitos do banco". Embora não seja claro se se tratava de depósitos a prazo ou à vista, Demóstenes acrescenta que o rendimento que o

[9] Os gregos faziam a distinção entre dinheiro depositado à vista (*phanerà ousía*) e os depósitos invisíveis (*aphanés ousía*). Esta diferença, mais do que denotar se a moeda estava ou não continuamente disponível para o depositante (devia estar em ambos os casos), parecia referir-se ao fato de o depósito e o montante ser ou não publicamente conhecido. Caso fosse, a moeda podia ser objeto de embargos ou confiscos, sobretudo de origem fiscal.

[10] A unidade monetária 'estáter' ou 'státer' correspondia a 4 dracmas ou 14,4g de prata. (N. R.)

[11] Isócrates, "Sobre un asunto bancario", em *Discursos I*, ob. cit., p. 116.

[12] A unidade monetária 'talento' correspondia a 6.000 dracmas ou denários ou a 21,6 kg de prata. (N. R.)

banqueiro recebe de sua atividade comercial é "inseguro e procedente de dinheiro alheio" e conclui que é "admirável que entre os homens que trabalham com dinheiro, a mesma pessoa goze da fama de ser trabalhadora e honrada", uma vez que "o crédito é de todos e o capital mais importante nos negócios". Em suma, o sistema bancário se baseava na confiança dos depositantes na honestidade dos banqueiros, em que estes manteriam o dinheiro que lhes tinha sido entregue à vista sempre à disposição daqueles e o que lhes tinha sido concedido em empréstimo para obter lucros seria utilizado da forma mais prudente e sensata possível. Em todo o caso, há muitos indícios de que os banqueiros não agiram sempre dessa forma e usaram em benefício próprio o dinheiro de depósitos à vista e que, portanto, se arruinaram, como no caso descrito por Isócrates na *Trapezitica* e no caso de outros banqueiros mencionados por Demóstenes no discurso a favor de Formião. É o caso de Aristolocos, que tinha um campo que "comprou em uma ocasião em que devia dinheiro a muita gente" e também os casos de Sosínomo e Timodeno e de outros que se arruinaram e "quando foi necessário pagar àqueles a quem deviam, *todos eles suspenderam os pagamentos* e cederam os bens aos credores."[13]

Existem outros discursos de Demóstenes que nos dão mais algumas informações importantes sobre o sistema bancário na Grécia. Por exemplo, em "Contra Olimpiodoro, por danos",[14] onde diz expressamente que um tal de Como "colocou algum dinheiro à vista no banco de Heráclides, que foi gastando no enterro e em outras cerimônias rituais e na construção do monumento funerário". Trata-se, pois, de um depósito à vista efetuado pelo defunto e levantado pelos herdeiros logo que faleceu para fazerem frente aos gastos do enterro. Ainda mais dados sobre as práticas bancárias podem ser encontrados no discurso "Contra Timóteo, por uma dívida", no qual Demóstenes afirma que "os banqueiros têm por costume registrar as quantidades que entregam e o fim a que serviram, bem como os depósitos feitos, para que mais tarde fosse possível fazer o balanço".[15] Este discurso, feito no ano de 362 AC, é o primeiro documento a referir os registos de contabilidade que os banqueiros efetuam dos depósitos e levanta-

---

[13] Demóstenes, *Discursos privados I*, Biblioteca Clásica Gredos, Editorial Gredos, Madrid 1983, pp. 157-180. As citações do texto principal encontram-se respectivamente nas pp. 162, 164 e 176 da referida edição. Sobre a falência dos bancos gregos, deve ser consultado Edward E. Cohen, *Athenian Economy and Society: A Banking Perspective,* Princeton University Press, Princeton, Nova Jérsia 1992, pp. 215-224. Cohen parece não entender, porém, de que forma as expansões de crédito dos bancos provocavam as crises econômicas no parece que afetavam a solvência.

[14] Demóstenes, *Discursos privados II*, Biblioteca Clásica Gredos, Editorial Gredos, Madrid 1983, pp. 79-98. A citação do texto principal encontra-se na p. 86.

[15] Demóstenes, *Discursos privados II*, ob. cit., pp. 99-120. A citação literal está na página 102.

mentos de dinheiro feitos pelos clientes.[16] Demóstenes explica, ainda, como funcionava o contrato de conta corrente, pelo qual "recebiam o dinheiro dos bancos aqueles a quem o depositante tinha ordenado entregá-lo",[17] o que, para efeitos de prova jurídica, obrigava a que "se levassem os livros do banco, se exigissem cópias e, depois de os ter exibido a Frasiérides, que se inspecionassem os livros e se fizesse cópia de quanto devia este indivíduo".[18] Por fim, Demóstenes termina o discurso manifestando a preocupação com o caráter habitual das falências dos banqueiros e a grande indignação dos cidadãos em relação aos banqueiros que faliam. Demóstenes atribui, erradamente, a falência dos bancos aos homens que "em situações de apuros, pedem empréstimos, acreditando que pela reputação lhes deve ser concedido crédito, todavia, uma vez restabelecidos economicamente, em vez de pagarem, tentam cometer fraude".[19] Este comentário de Demóstenes deve ser interpretado no contexto do discurso jurídico no qual apresenta os argumentos e que tem como objetivo, precisamente, processar Timóteo pela não devolução do empréstimo que um banco lhe tinha concedido. Seria exigir demais que Demóstenes tivesse mencionado no discurso que a razão da maior parte das falências dos banqueiros era a violação da obrigação de custódia dos depósitos à vista recebidos e o uso do dinheiro em benefício próprio e em negócios particulares até ao momento em que, por alguma razão, o público perdia a confiança que tinha neles e ao levantar os depósitos, via com grande indignação que não estavam disponíveis.

Há diversas pesquisas que sugerem que, em geral, os banqueiros gregos sabiam que deviam manter um coeficiente de caixa de 100% nos depósitos à vista, o que explica que não existam evidências de pagamento de juros e o fato provado de que em Atenas os bancos não eram considerados fontes normais de crédito.[20] Os clientes efetuavam

---

[16] G.J. Costouros, "Development of Banking and Related Book-Keeping Techniques in Ancient Greece", *International Journal of Accounting*, 7/2, 1973, pp. 75-81.

[17] Demóstenes, ob. cit., p. 119.

[18] Demóstenes, ob. cit., p. 112.

[19] Demóstenes, ob. cit., p. 120.

[20] Referindo-se às instituições financeiras em Atenas, S. C. Todd afirma que "*banks were not seen as obvious sources of credit ... it is striking that out of hundreds of attested loans in the sources only eleven are borrowed from bankers; and there is indeed no evidence that a depositor could normally expect to receive interest from his bank*." S.C. Todd, *The Shape of Athenian Law*, Clarendon Press, Oxford 1993, p. 251. Por seu lado, Bogaert confirma que os bancos não pagavam juros pelos depósitos à vista, cobrando até uma comissão pela guarda e custódia: "*Les dépôts de paiement pouvaient donc avoir différentes formes. Ce qu'ils ont en commun est l'absence d'intérêts. Dans aucun des cas précités nous n'en avons trouvé des traces. Il est même possible que certains banquiers aient demandé une commission pour la tenue de comptes de dépôt ou pour `l'exécution des mandats'*". Raymond Bogaert, *Banques et banquiers dans les cités grecques*, A.W. Sijthoff, Leyden, Holanda, 1968, p. 336. Bogaert reconhece ainda que não existe qualquer indicação de que em Atenas se tenha mantido um

depósitos por razões de segurança, e esperavam que os bancos cumprissem o dever de guarda e custódia, tendo a vantagem adicional de obter serviços de caixa e de pagamento a terceiros facilmente documentáveis. Ainda assim, o fato de estes terem sido os princípios básicos do sistema bancário legítimo não obstou a que um grande número de banqueiros tenha cedido à muito lucrativa tentação de se apropriar dos depósitos, uma atividade fraudulenta relativamente segura enquanto a confiança nos bancos fosse mantida, mas que no longo prazo estava destinada a terminar em falência. Acresce que, como nos propomos mostrar neste livro, ilustrando com diferentes exemplos históricos, a existência de uma rede de banqueiros fraudulentos que opera, contra os princípios gerais do Direito, com um coeficiente de caixa fracionário gera uma expansão de crédito[21] sem resguardo de poupança real, o que dá lugar a um pico econômico artificial e inflacionário que acaba por reverter na forma de crise e recessão econômica, em que os bancos tendem, inevitavelmente, a falir.

Raymond Bogaert fez referência às crises periódicas que afetavam os bancos na Grécia clássica, concretamente as recessões econômicas e financeiras que se produziram nos anos 377-376 AC e, pouco depois, em 371 AC, nas quais faliram os banqueiros Timodemo, Sosínomo e Aristolocos, entre outros. Embora tenham sido espoletadas pelo ataque de Esparta, primeiro, e pela vitória de Tebas, depois, estas crises surgiram depois de um claro processo de expansão inflacionista, na qual os bancos fraudulentos tiveram um papel preponderante.[22] Está também documentada a grave crise bancária que teve lugar em Éfeso, depois da revolta contra Mitrídates, e que levou a que as autoridades concedessem o primeiro privilégio expresso documentado historicamente, em virtude do qual se estabeleceu uma moratória de dez anos para a devolução dos depósitos.[23]

Apesar de tudo, a "rentabilidade" da atividade fraudulenta dos banqueiros era elevadíssima, enquanto não fosse descoberta e os bancos não falissem. Sabemos, por exemplo, que o rendimento do banqueiro Passio era superior a 100 minas, ou seja, um talento e dois

---

determinado coeficiente de reservas fracionárias ("*Nous ne possédons malheureusement aucune indication concernant l'encaisse d'unebanque antique*", p. 364), embora saibamos que diversos banqueiros, incluindo Pisão, atuaram fraudulentamente e não mantiveram um coeficiente de 100%, e que, em muitas ocasiões, não puderam pagar e faliram.

[21] "*The money supply at Athens can thus be seen to consist of bank liabilities ('deposits') and cash in circulation. The amount of increase in the bank portion of this moneysupply will depend on the volume and velocity of bank loans, the percentage of these loan funds immediately or ultimately redeposited in the trapezai, and the time period and volatility of deposits.*" Edward E. Cohen, *Athenian Economy and Society: A Banking Perspective*, ob. cit., p. 13.

[22] Raymond Bogaert, *Banques et banquiers dans les cités grecques*, ob. cit., pp. 391-393.

[23] *Ibidem*, p. 391

terços. O professor Trigo Portela estimou que este valor em quilos de ouro equivaleria, na moeda atual, a mais de um milhão e oitocentos euros anuais, o que parece ser uma quantidade demasiado elevada e que poderia ser vista como fabulosa, tendo em conta que a maioria da população vivia ao nível da mera subsistência, comia apenas uma vez por dia e tinha uma dieta composta de cereais e legumes. Na ocasião de sua morte, a fortuna ascendia a sessenta talentos, o que tendo em conta o valor constante do ouro, superaria os quarenta e dois milhões de euros.[24]

O sistema bancário no mundo helenístico

A particularidade mais importante do sistema bancário do mundo helenístico, concretamente, no Egito dos Ptolomeus, é que nesta oportunidade apareceu, pela primeira vez na história, e com predominante caráter, um banco de tipo estatal. De fato, os Ptolomeus cedo se aperceberam de que os banqueiros privados obtinham rendimentos elevados com o exercício das atividades, portanto decidiram, em vez de impedir a atividade fraudulenta dos banqueiros privados, constituir um banco público que tirasse proveito dessa atividade usando todo o "prestígio" do estado.

Embora o banco estatal não se tenha constituído como um monopólio, uma vez que continuaram a existir bancos privados, cuja maior parte estava nas mãos de banqueiros gregos, a prosperidade do Egito fez com que a atividade do banco público tivesse um papel importante. Além disso, como assinala Rostovtzeff, os negócios bancários ptolemaicos desenvolveram uma "contabilidade refinada baseada em uma terminologia profissional bem definida, que substituiu a contabilidade bastante primitiva da Atenas do século IV AC"[25] Diversos estudos arqueológicos mostraram que o sistema bancário no Egito helenístico era muito alargada: o fragmento de um documento encontrado em Tebtunis com extratos das contas diárias de um banco rural da província de Heracleópolis mostra o surpreendente número de aldeões, agricultores ou não, que faziam negócios por intermédio dos bancos e que tinham depósitos ou contas cor-

---

[24] Joaquín Trigo Portela, "Historia de la banca", ob. cit., p. 238. Raymond Bogaert, por sua vez, estima em quatro vezes mais os rendimentos anuais de Passio no final da sua vida, isto é, em 9 talentos: "*Cela donne en tout pour environ 9 talents de revenus annuels. On comprend que le banquier ait pu constituer en peu d'années un important patrimonie, faire des dons généreux à la cité et faire les frais de cinq triérchies*." Raymond Bogaert, *Banques et banquiers dans les cités grecques*, A.W. Sijthoff, Leyden 1968, p. 367 e também Edward E. Cohen, *Athenian Economy and Society: A Banking Perspective*, ob. cit., p. 67.

[25] M. Rostovtzeff, *Historia social y económica del mundo helenístico*, traduzido do inglês por Francisco José Presedo Velo, Editorial Espasa Calpe, Madrid 1967, tomo I, p. 392.

rentes no banco, as utilizando para efetuar os pagamentos. Havia poucos homens relativamente ricos, sendo que o grosso de clientes do banco eram varejistas e artesãos nativos, comerciantes de tecidos em linho, tecelões, alfaiates, ourives e um caldeireiro. Foi ainda possível verificar que, em muitos casos, as dívidas eram pagas em prata bruta e em ouro, de acordo com a antiga tradição egípcia. Provou-se também que negociavam com o banco comerciantes de grão, de azeite e de gado, um açougueiro e muitos hospedeiros. A custódia de depósitos de classes distintas era uma atividade desenvolvida pelo banco ptolemaico do estado, pelos bancos privados e também pelos templos. De acordo com Rostovtzeff, os banqueiros aceitavam depósitos de tipos diferentes, fossem à vista, fossem a prazo, e sujeitos ao pagamento de juros. Estes eram investidos, em teoria, em operações de crédito de tipos distintos: empréstimos com garantia, hipotecas, e um tipo muito especial e popular de empréstimo — o empréstimo marítimo.[26] Os bancos privados guardavam o dinheiro dos clientes em depósito, ao mesmo tempo que depositavam o próprio dinheiro no banco do estado.

A principal inovação dos negócios bancários no Egito foi, portanto, a centralização, ou seja, a criação de um banco central do estado de Alexandria, com sucursais nas capitais de província e nas povoações mais importantes, de forma que os bancos particulares, quando existiam, tinham um papel secundário na vida econômica do país. De acordo com Rostovtzeff, este banco custodiava o dinheiro recolhido sob a forma de impostos e também aceitava fundos privados e depósitos de clientes particulares, revertendo a favor do estado os fundos que não eram gastos. Portanto, é quase certo, que se manteve um coeficiente de reserva fracionário e que os grandes lucros obtidos eram apropriados pelos reis ptolemaicos. Temos bastante informação sobre a forma como o dinheiro dos clientes era recebido e guardado em custódia graças à correspondência de Zenão, por meio da qual sabemos que Apolônio, diretor do banco central de Alexandria, tinha depósitos como pessoa particular em diferentes sucursais do banco real. Todos esses documentos demonstram que os particulares faziam muito uso do banco para depositar o próprio dinheiro e para fazer pagamentos. Além disso, e graças à desenvolvida contabilidade, os bancos se converteram em um sistema muito conveniente para pagar dívidas, uma vez que constituíam um registo oficial das transações e eram uma prova importante em caso de litígio.

[26] M. Rostovtzeff, *Historia social y económica del mundo helenístico*, ob. cit., vol. II, pp. 1398-1401.

O sistema bancário helenístico não desapareceu com o governo dos Ptolomeus; conservou-se com pequenas modificações durante a administração romana do Egito. De fato, esta organização centralizada dos negócios bancários ptolemaica não deixou de ter influência no próprio Império Romano, pelo que é curioso observar como Dião Casio, no conhecido discurso de Mecenas, defendia a criação de um Banco do Estado romano que emprestasse dinheiro a todos a juros moderados, especialmente aos proprietários agrícolas. O capital de tal banco seria constituído com o dinheiro produzido pelos rendimentos obtidos de todas as propriedades do estado.[27] A proposta de Dião Casio nunca foi posta em prática.

O sistema bancário em Roma

Não temos documentação tão detalhada sobre o sistema bancário romano com tínhamos em relação às insituições gregas graças aos escritos de Isócrates e Demóstenes. No entanto, sabemos, via Direito Romano, que as movimentações bancárias e o depósito monetário irregular estavam muito desenvolvidos, e já estudamos no capítulo I do presente livro a regulação que os juristas clássicos de Roma nos deixaram sobre tal tipo de atividade. Podemos, portanto, afirmar que em Roma se considerava que os *argentarii* não adquiriam a disponibilidade do *tantundem* dos depósitos de dinheiro recebidos, os quais deviam custodiar e guardar com a máxima diligência. Era por este motivo que os depósitos de moeda não pagavam juros, nem, em teoria, deviam ser utilizados para fazer empréstimos, embora o depositante pudesse ordenar os banqueiros no sentido de fazerem pagamentos em seu nome. Os banqueiros aceitavam, igualmente, "depósitos" a prazo, que não eram senão empréstimos ao banco ou contratos de mútuo, sobre os quais pagavam juros, tendo os bancos o direito de os usar de acordo com as próprias conveniências durante o prazo fixado. Existem referências a tais práticas que remontam o ano de 350 AC em algumas comédias, como por exemplo, *Captivi*, *Asinaria* e *Mostellaria*, de Plauto, e *Formião* de Terêncio, em que podem ser lidos deliciosos diálogos com as descrições de operações financeiras, compensações, balanços de contas, envio de cheques e outras atividades afins.[28] Em

---

[27] M. Rostovtzeff, *Historia social y econômica del Imperio Romano*, traduzido do inglês por Luis López-Ballesteros, Espasa Calpe, Madrid 1981, 4.ª edição, tomo I, p. 382.

[28] Assim, por exemplo, em *Los cautivos de Plauto* podemos ler: "*Subducam ratunculam quantillum argenti mihi apud trapezitam sied*", citado por Knut Wicksell nas suas *Lectures on Political Economy*, vol. II, Routledge & Kegan Paul, Londres 1950, p. 73. Mercedes González-Haba traduz este excerto para castelhano da seguinte forma: "*Voy adentro, que tengo que echar unas cuentecillas, a ver cuánto dinero tengo en el banquero*" ("Vou entrar, que tenho de fazer umas continhas, para ver quanto dinheiro tenho no banco"). *Comedias de Plauto*, vol. I, Biblioteca Clásica Gredos, Madrid 1992, p. 296.

todo o caso, aparentemente, em Roma, o sistema bancário estava mais bem regulado e, pelo menos, existia uma consciência mais clara do que era justo ou injusto, graças à atividade dos juristas profissionais. Temos, contudo, menos garantias de que os banqueiros se comportavam honradamente e não usavam em benefício próprio o dinheiro depositado à vista pelos clientes. Existe, nesse sentido, um escrito de Adriano aos comerciantes de Pérgamo que se queixavam das exações legais e do mau comportamento dos bancos. Há, ainda, outro escrito da cidade de Mylasa dirigido ao imperador Sétimo Severo com um decreto do conselho e do povo da cidade para regular a atividade dos banqueiros locais.[29] Tudo isto indica que, embora fossem talvez menos frequentes do que no mundo helênico, existiram, de fato, banqueiros com poucos escrúpulos que se apropriaram indevidamente dos fundos dos depositantes e, em última instância, acabaram por falir.

A falência do banco do cristão Calisto

Um exemplo curioso de atividade bancária fraudulenta é o de Calisto I, papa e santo (217-222 DC), que, quando era escravo do cristão Carpóforo, atuou como banqueiro em seu nome e aceitou depósitos dos cristãos. No entanto, entrou em falência e foi detido por seu amo quando tentava escapar, tendo sido perdoado graças aos pedidos dos cristãos que tinha defraudado.[30]

A falência do banqueiro Calisto, narrada detalhadamente na obra *Refutatio omnium haeresium*,[31] descoberta em um convento do monte Athos em 1844 e atribuída a Hipólito, deu-se, tal como as crises recorrentes que, como vimos, se verificaram na Grécia, depois de um período de forte expansão inflacionária seguido de uma grave crise de confiança, perda de poder de compra do dinheiro e falência de várias empresas comerciais e financeiras, que teve lugar sob a governação do imperador Cômodo de 185 a 190 da nossa era.

Hipólito conta que Calisto, sendo escravo do também cristão Carpóforo, empreendeu por conta deste uma atividade bancária, dando preferência à captação de depósitos das viúvas e dos irmãos cristãos, que, na altura, já começava a ser um grupo numeroso e influente em

---

[29] Joaquín Trigo Portela, "Historia de la banca", ob. cit., p. 239.

[30] O fato extraordinário de ter existido um papa banqueiro, e depois santo, justificaria que Calisto I fosse considerado o patrono dos banqueiros, não fosse o mau exemplo que deu na sistema bancário, ao falir e defraudar a confiança que nele tinha depositado muitos dos irmãos cristãos. O patrono é São Carlos Borromeo (1538-1584), arcebispo de Milão e sobrinho e administrador do papa Juan Ángel de Médicis (Pio IV), o patrono dos bancos, cujo dia se celebra a 4 de Novembro.

[31] Hipólito, Hippolytus Wercke, vol. 2, "Refutatio omnium haeresium", ed. P. Wendland, Leipzig, 1916.

Roma. No entanto, Calisto apropriou-se de forma fraudulenta dos depósitos recebidos e, não sendo capaz de os devolver atempadamente, tentou fugir por mar e até se suicidar. Depois de várias peripécias, foi castigado e condenado a trabalhos forçados nas minas da Sardenha, de onde foi milagrosamente libertado graças aos bons ofícios da cristã Márcia, concubina do imperador Cômodo. Trinta anos depois, no ano de 27 e já livre, é eleito papa, tendo morrido como mártir ao ser atirado a um poço pelos pagãos em uma revolta popular que teve lugar no dia 14 de Outubro de 222.[32]

Percebemos agora a razão por que até os Santos Padres tenham feito referência à profissão dos banqueiros, cujas grandes tentações mostram conhecer muito bem quando os exortam nas Constituições Apostólicas dizendo: "Banqueiros, sede honrados!",[33] uma admoestação de moralidade para os banqueiros que houve já quem pretendesse remontar até às Sagradas Escrituras e que os primeiros cristãos usavam constantemente para recordar os banqueiros das suas debilidades e não os deixar cair em tentação.

As "sociates argentarie"

Uma peculiaridade do sistema bancário no mundo romano foi o aparecimento das chamadas sociedades de banqueiros (*sociates argentarie*). Estas sociedades eram constituídas com base na contribuição de bens por parte dos sócios banqueiros para o capital social que servia de garantia para as dívidas. Contudo, uma vez que os bancos eram instituições de interesse público especial, ficou estabelecido, no Direito Romano, que os sócios das sociedades bancárias deviam garantir os depósitos com *todo* o seu patrimônio.[34] A responsabilida-

---

[32] Juan de Churruca, "La quiebra de la banca del cristiano Calisto (c.a. 185-190)", *Seminarios complutenses de derecho romano*, Fevereiro-Maio 1991, Madrid 1992, pp. 61-86.

[33] "Ginesthe trapezitai dókimoi". Ver "Orígenes y movimiento histórico de los bancos", em *Enciclopedia universal ilustrada europeo-americana*, Espasa Calpe, Madrid 1973, tomo VII, ob. cit. p. 478.

[34] Ver Manuel J. García-Garrido, "La sociedad de los banqueros (*societas argentaria*)", *in Studi in honore di Arnaldo Biscardi*, vol. III, Milão 1988, especialmente as pp. 380-383. A responsabilidade ilimitada dos sócios das sociedades bancárias no Direito Romano encontra-se estabelecida, entre outros lugares, no texto que já citamos de Ulpiano (*Digesto*, 16, 3, 7, 2-3) e em outro de Papiniano (*Digesto*, 16, 3, 8), em que se estabelece que os banqueiros fraudulentos respondem não só com o "dinheiro depositado que se encontrou nos bens do banqueiro, mas também com todos os bens do defraudador". (*Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., vol. 1, p. 837). Atualmente, houve autores que propuseram a reintrodução do princípio de responsabilidade ilimitada dos banqueiros, com o objetivo de incentivar um comportamento prudente. Contudo, este requisito não é condição necessária nem suficiente para atingir um sistema bancário solvente. Não é condição necessária, uma vez que negócios bancários com um coeficiente de caixa de 100% eliminaria as crises bancárias e as recessões econômicas de forma mais eficaz. Tão-pouco é suficiente, dado que, apesar de os acionistas responderam ilimitadamente pelas suas dívidas, se atuarem com um coeficiente de reservas fracionadas, não serão capazes de evitar que surjam crises e recessões econômicas

de ilimitada e solidária dos sócios foi, portanto, um princípio geral do Direito Romano, estabelecido com a finalidade de minorar os efeitos dos abusos e das fraudes que estes cometiam e de reforçar a capacidade de os depositantes recuperarem os seus bens em caso de comportamentos irregulares.[35]

Os *argentarii* desenvolviam a sua atividade em um local especial ou *taverna*. Registavam nos livros os diferentes débitos e créditos das contas correntes dos seus clientes. Os livros dos banqueiros romanos faziam fé ante os juízes e deviam ser mantidos em conformidade com o estabelecido pela *editio rationum*, que estipulava a forma como os banqueiros deviam datar e gerir as contas.[36] Os banqueiros eram também conhecidos como *mensarii* (de *mensa* ou balcão, lugar onde, inicialmente, levavam a cabo as atividades de câmbio). Tal como hoje a licença bancária, a *mensa* era transmissível, sendo que aquilo que se cedia em uma venda era o direito de operar outorgado pelo estado, o proprietário dos locais em que a atividade bancária ocorria. Na trans-

---

de modo recorrente.

[35] Outra característica interessante da vida econômica do Império Romano é a sobrevivência do sistema bancário em alguns grandes templos com influência significativa, como o de Delos e Delfos, o de Artemisa em Sardes e, sobretudo, o templo de Jerusalém, que tradicionalmente era um lugar onde os hebreus, ricos e pobres, depositavam o seu dinheiro. É neste contexto que deve entender-se a exclusão dos cambistas do templo de Jerusalém tal como é descrita no Evangelho segundo São Mateus, 21, 12-16, onde se pode ler que Jesus, ao entrar no templo, "virou as mesas dos cambistas e os postos dos vendedores de pombas. E lhes disse: Está escrito: A minha casa será chamada casa de oração. Mas vós estais a fazer dela uma cova de bandidos!" Em S. Marcos, 11, 15-17 pode ler-se um texto idêntico. O Evangelho de S. João, 2, 14, 16 é um pouco mais explícito, uma vez que indica que Jesus, depois de encontrar "no templo os vendedores de bois, ovelhas e pombas, *e os cambistas nos seus lugares*, fez um chicote de cordas, mandou--os a todos para fora do templo e *espalhou o dinheiro dos cambistas e virou as suas mesas*". A tradução destas passagens evangélicas não é muito feliz, tal como a tradução do *Digesto* de Garcia del Corral. Em vez do termo "cambistas" devia ter sido utilizado o termo "banqueiros", mais em consonância com o sentido literal da edição vulgata latina, que refere expressamente, no Evangelho de São Mateus, que vemos: "*Et intravit Iesus in templum et eiiciebat omnes vendentes et ementes in templo, et mensas numulariorum, et cathedras vendentium columbas evertit: et dicit eis: Scriptum est: Domus meã domus orationis vocabitur: vos autem fecistis illam speluncam latronum*." Ver a *Biblia Sacra iuxta Vulgatam Clementinam*, Alberto Colunga y Laurencio Turrado (eds.), Biblioteca de Autores Cristianos, Madrid 1994, San Mateo, 21, 12-13, p. 982. Estes textos evangélicos confirmam que o templo de Jerusalém funcionava como um verdadeiro *banco público*, que recebia depósitos de hebreus ricos e pobres. A admoestação de Jesus Cristo poderia ser entendida como um protesto contra os abusos advindos de uma prática ilegítima (abusos consistentes, como já sabemos, no uso do dinheiro que lhes era depositado para custódia). Além disso, as passagens bíblicas ilustram muito bem a simbiose que já na altura havia entre o sistema bancário e a autoridade pública pois tanto os sumos sacerdotes como os escribas ficaram indignados com o comportamento de Jesus (todos os itálicos foram, claro, acrescentados). Ver *La Biblia de Jerusalén*, Editorial Desclée de Brouwer, Bilbao 1970, pp. 1686, 1724, 1777 y 1794. Sobre a importância do templo de Jerusalém como um banco de depósito para os hebreus, pode consultar-se M. Rostovtzeff, *Historia social y econômica del Imperio Romano*, ob. cit., tomo I, p. 380.

[36] Jean Lambert, na sua obra *Historia Económica (de los orígenes a 1789)*, tradução espanhola de Armando Sáez, Editorial Vicens-Vives, Barcelona 1971, p. 58, nota que "a *praescriptio* equivalia ao atual cheque. Um capitalista encarregava um de fazer o pagamento de um empréstimo em seu nome e o banco fá-lo-ia depois da apresentação de uma ordem de pagamento chamada *praescriptio*."

missão podia ser cedido o mobiliário e os instrumentos da *taverna*, bem como o ativo e o passivo financeiro da entidade. Além disso, os banqueiros constituíram um grêmio para a defesa dos interesses comuns e consta que conseguiram privilégios importantes dos imperadores, sobretudo na época de Justiniano, alguns dos quais se encontram reunidos no *Corpus iuris civilis*.[37]

A desintegração econômica e social do Império Romano, resultado das políticas inflacionistas dos imperadores, que desvalorizaram o poder aquisitivo da moeda e da fixação de preços máximos para os produtos de primeira necessidade, que determinaram a sua escassez generalizada, a ruína dos comerciantes e o desaparecimento dos fluxos comerciais entre as diferentes zonas do Império, acabou com o negócio dos banqueiros, a maior parte dos quais se arruinou nas sucessivas crises econômicas que tiveram lugar nos séculos III e IV da nossa era. Para travar a queda social e econômica do Império, foram adotadas medidas de coação e intervenção estatal, que acabaram por acelerar o processo generalizado de desintegração, o que fez com que fosse possível que os bárbaros, que desde há séculos vinham sendo contidos e derrotados por legiões romanas na fronteira, acabassem por arrasar e conquistar o que não eram já senão despojos do antigo e florescente Império Romano. A queda do mundo clássico romano dá início ao período da Idade Média, e foi preciso esperar quase oitocentos anos para se descobrir de novo o sistema bancário nas cidades italianas da baixa Idade Média.[38]

3
Os banqueiros na Baixa Idade Média

A queda do Império Romano provocou o desaparecimento da maior parte dos fluxos comerciais e contribuiu para a feudalização das relações econômicas e sociais. A tremenda contração do comércio e da divisão do trabalho deu golpe definitivo nas atividades financeiras em geral e no sistema bancário em particular durante vários séculos. Só os mosteiros, como centros de florescimento econômico e cultural dotados de uma maior segurança, serviram como meios de

[37] Ver, por exemplo, a nova constituição CXXVI sobre "Os contratos dos banqueiros", o édito VII ("Práticas e disposições sobre os contratos dos banqueiros") e o édito IX "Dos contratos dos banqueiros", todos eles do imperador Justiniano e incluídos nas *Novelas* (ver *Cuerpo de derecho civil romano*, ob. cit., tomo VI, pp. 479-483, 539-544 y 547-551).

[38] Um resumo magnífico das causas da queda do Império Romano pode ser encontrado em Ludwig von Mises, *La acción humana: tratado de economía*, 7.ª edição com um "Estúdio Preliminar" de Jesús Huerta de Soto, Unión Editorial, Madrid 2004, pp. 905-908.

custódia e de guarda de recursos econômicos, com destaque para a atividade desenvolvida neste campo pelos templários, cuja ordem foi criada em Jerusalém em 1119 para proteger os peregrinos. Os templários chegaram a dispor de recursos financeiros significativos obtidos a saque nas campanhas militares ou como legado de príncipes e senhores feudais. A natureza internacional (dispunham de mais de nove mil centros de atuação com duas sedes principais), em conjunto com o seu aspecto de ordem militar e religiosa, conferia-lhes uma grande segurança na custódia dos depósitos, bem como uma grande autoridade moral, fato que lhes permitia gozar de confiança generalizada. Isto explica que tenham começado a receber depósitos de particulares, tanto regulares como irregulares, mediante cobrança de direitos de custódia, e a se ocuparem também da transferência de fundos, atividade pela qual cobravam uma determinada quota de transporte e proteção. Além disso, fizeram empréstimos com os próprios recursos, ou seja, sem violar o princípio de custódia sobre o que lhes tinha sido depositado à vista. Desta forma, a ordem foi adquirindo uma prosperidade cada vez maior, que suscitou o temor e a inveja de muitos, até que o rei de França, Filipe, o Belo, decidiu dissolvê-la, condenando à fogueira os principais responsáveis (incluindo o Grande Mestre Jacques de Molay) com o objetivo primordial de apropriar-se de todas as riquezas da ordem.[39]

No final do século XI e começo do século XII começou a se notar um certo ressurgimento comercial e mercantil, sobretudo à volta de Veneza e das cidades italianas do Adriático, Pisa e, mais tarde, Florença, que se especializaram no comércio com Constantinopla e o Oriente. A prosperidade destas cidades levou-as a alcançar um importante desenvolvimento financeiro que motivou um ressurgimento dos bancos, reproduzindo assim o esquema que já estudamos para o mundo clássico. De fato, no princípio os banqueiros respeitavam os princípios jurídicos herdados de Roma, e que estudamos no capítulo I, desenvolvendo a atividade corretamente do ponto de vista jurídico e não fazendo uso indevido do dinheiro que lhes era depositado à

---

[39] Ver, por exemplo, o livro de J. Piquet, *Des banquiers au Moyen Age: les Templiers, Étude de leurs opérations financières*, Paris 1939, citado por Henri Pirenne na sua *Historia económica y social de la Edad Media*, Fondo de Cultura Económica, Madrid 1974, especialmente as pp. 102 e 226. Piquet acredita ver neste estudo um embrião de contabilidade por partidas dobradas e até uma forma primitiva de cheque nos registos feitos pelos Templários. No entanto, aparentemente, os Templários, quando muito, foram apenas predecessores diretos da contabilidade por partidas duplas, mais tarde formalizada pelo monge veneziano Luca Pacioli em 1494. Existem ocorrências anteriores de registos em um banco de Pisa, claramente por partida dupla e datadas de 1336, bem como em um dos Masari, coletores de impostos em Gênova, em 1340. O livro de contabilidade mais antigo de que se tem notícia é de 1211 e vem de um banco de Florença. Ver G.A. Lee, "The Oldest European Account Book: A Florentine Bank Ledger of 1211", em *Accounting History: Some British Contributions*, R.H. Parker y B.S. Yamey (eds.), Clarendon Press, Oxford 1994, pp. 160-196.

vista para guarda e custódia (ou seja, sob a forma de contratos de depósito irregular). Só o dinheiro que lhes era entregue sob a forma de empréstimo ou mútuo (ou seja, como "depósitos" *a prazo*) era objeto de uso ou empréstimo por parte dos banqueiros enquanto não acabava o prazo acordado.[40] Mais tarde, e de forma gradual, os banqueiros voltaram a ser tentados a usar em benefício próprio o dinheiro depositado à vista nos bancos, o que levou ao ressurgimento da atividade bancária com reserva fracionária e constituiu fraude. As autoridades, em geral, não se mostraram capazes de controlar e de fazer cumprir os princípios do Direito e, em muitas circunstâncias, chegaram a conceder privilégios e licenças para que os banqueiros atuassem dessa forma irregular, tirando proveito da atividade fraudulenta dos bancos para obter empréstimos e receitas fiscais e chegando, até, a criar bancos públicos (como a *Taula de Canvi* ou Banco de Depósito de Barcelona e outros que estudaremos mais adiante).[41]

O ressurgimento dos bancos de depósito na Europa mediterrânea

Abbott Payson Usher, na sua monumental obra *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*,[42] estuda o surgimento gradual dos negócios bancários com reserva fracionária durante a Baixa Idade Média, um processo que se baseia na violação do princípio geral do Direito segundo o qual deve ser mantida a completa disponibilidade do *tantundem* a favor do depositante. De acordo com Usher, é só a

[40] "Pelo menos teoricamente, (na Idade Média) os primeiros bancos de depósito não eram bancos de desconto nem de empréstimo. Não criavam dinheiro; antes usavam um sistema de reservas de 100 %, tal como o que alguns monetaristas da atualidade queriam ver ser estabelecido. Os créditos a descoberto (saldos devedores) eram proibidos. Na prática, as normas mostraram ser difíceis de manter, especialmente em casos de emergência pública. A Taula de Valência esteve quase a ponto de utilizar o tesouro nela depositado para comprar trigo para a cidade em 1567. Foram feitos adiantamentos ilegais aos funcionários da cidade em 1590 e, em várias ocasiões, à própria cidade." Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, 2nd ed., Oxford University Press, Oxford 1993, p. 49

[41] Durante toda a Idade Média, e sobretudo na Península Ibérica, o direito islâmico condenou também a utilização para benefício próprio do dinheiro recebido em depósito irregular. Ver, por exemplo, o *Compendio de derecho islámico* (*Risála, Fí-l-Fiqh*), do jurista hispano-árabe do século X Ibn Abí Zayd, chamado Al-Qayrawání, publicado com o apoio de Jesús Riosalido pela Editorial Trotta, Madrid, 1993. Na página 30 encontramos o princípio jurídico segundo o qual "quem usa dinheiro de depósitos para negociar realiza um ato repreensível, mas o lucro será seu caso se trate de dinheiro vivo" (ver também as pp. 214-215, onde se indica que, no caso de um verdadeiro empréstimo ou mútuo, o emprestador não pode retirar o empréstimo quando entender, mas só depois do prazo acordado, como diz Malik; no que diz respeito ao depósito de dinheiro, vemos que a figura existente no direito islâmico corresponde à figura do depósito irregular romano).

[42] Abbott Payson Usher foi professor de Economia na Universidade de Harvard e publicou a conhecidíssima obra *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe* em Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1943.

partir do século XIII que alguns bancos privados começam a utilizar em benefício próprio o dinheiro dos depositantes, dando origem à movimentação financeira da reserva fracionária e à capacidade expansiva de geração de créditos daí advinda. Usher considera ainda que este é o fenômeno mais importante e significativo na história do sistema bancário, e não o surgimento dos bancos de emissão, que só aconteceu muito tempo depois, no final do século XVII. Apesar de, como veremos no capítulo IV, os efeitos econômicos advindos da emissão de notas bancárias sem reserva, ou da concessão de empréstimos com fundos dos depósitos à vista, serem exatamente os mesmos, a história dos negócios bancários se caracteriza por ter surgido basicamente em torno desta segunda atividade, e não da primeira. Por isso, Usher afirma que: "*the history of banks of issue has, until lately, obscured the importance of due deposit banking in all its forms, whether primitive or modern*". E conclui, em uma referência irônica à desmesurada importância que os economistas deram aos problemas que punham os bancos de emissão, quando comparada com a muito mais antiga e igualmente prejudicial atividade dos bancos de depósito, que:

> *The demand for currency, and the theoretical interests created by the problem, did much to foster misconceptions on the relative importance of notes and deposits. Just as French diplomats "discovered" the Pyrenees in the diplomatic crisis of the eighteenth century, so banking theorists "discovered" deposits in the mid-nineteenth century.*[43]

De forma circunstanciada, Usher demonstra que é a partir do surgimento das atividades bancárias com reserva fracionária (resultado da atividade fraudulenta dos banqueiros e da cumplicidade dos governos correspondentes, como Usher ilustra em pormenor com o exemplo do sistema bancário catalão da Baixa Idade Média) que nasce o sistema bancário moderno, e não a partir dos chamados bancos de emissão, que apareceram historicamente muito mais tarde.

Usher aponta que nos primeiros bancos que surgem na Gênova do século XII se indicava claramente caso se efetuasse um depósito à vista ou um "depósito" a prazo, especificando-se, no segundo caso, que se tra-

---

[43] Ver A. P. Usher, *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, ob. cit., pp. 9 y 192. A tradução portuguesa destas passagens poderia ser a seguinte "a história dos bancos de emissão obscureceu, até bem pouco tempo, a importância dos bancos de depósito em todas as suas formas, primitivas ou modernas"; e "a procura de papel-moeda e o interesse teórico suscitado pelo problema ajudaram muito a incentivar mal-entendidos sobre a importância relativa das notas e dos depósitos. Tal como os diplomatas franceses "descobriram" os Pireneus na crise diplomática de século XVIII, também os teóricos dos bancos "descobriram" os depósitos em meados do século dezenove."

tava de um verdadeiro empréstimo ou *mutuum*.[44] Mais tarde, os bancos começaram, gradualmente, a fazer uso, em benefício próprio, do dinheiro depositado à vista, dando origem à capacidade expansiva do sistema bancário, que consistia no poder de criar depósitos e conceder créditos a partir do nada. Concretamente, e no caso do Banco de Depósito de Barcelona, Usher estima que as reservas em moeda ascendiam a 29 por cento do total de depósitos, portanto, a capacidade de expansão de crédito era 3,3 vezes o dinheiro que o caixa do banco tinha ao seu dispor.[45]

Usher destaca também a incapacidade revelada pelas diferentes autoridades públicas na hora de tentar controlar o funcionamento do sistema bancário, particularmente a manutenção em custódia de 100% dos depósitos recebidos à vista. Acresce que as autoridades acabaram por conceder um privilégio (*ius privilegium*), na forma de licença do governo, que permitia que os bancos operassem com o coeficiente de reserva fracionário, sendo que eram obrigados a apresentar avais.[46] Em todo o caso, os governantes foram, na maior parte das circunstâncias, os primeiros a tirar proveito do sistema bancário fraudulento, obtendo financiamento público com mais facilidade (na forma de empréstimos dos bancos). Era como se os banqueiros tivessem o privilégio de poder usar o dinheiro dos depositantes em benefício próprio a troco do acordo tácito de que esse uso basicamente assumia a forma de financiamento e empréstimos concedidos às autoridades públicas. Em diversas ocasiões, até mesmo ocorre o caso de os próprios governantes decidirem criar um banco de caráter público que

---

[44] "*In all these Genovese registers there is also a series of instruments in which the money received is explicitly described as a loan (mutuum).*" A. P. Usher, *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, ob. cit., p. 63.

[45] "*Against these liabilities, the Bank of Deposit held reserves in specie amounting to 29 percent of the total. Using the phraseology of the present time, the bank was capable of extending credit in the ratio of 3.3 times the reserves on hand.*" Ver A. P. Usher, *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, ob. cit., p. 181. No entanto, não estamos de acordo com a afirmação feita por Usher imediatamente depois, segundo a qual os bancos privados que também operavam em Barcelona deviam dispor de um coeficiente de reservas muito mais baixo. Na nossa opinião, a realidade devia ser o oposto, uma vez que, ao serem privados e mais pequenos, não tinham tanta confiança do público como o banco municipal de Barcelona e, encontrando-se em um regime de pura concorrência, o seu coeficiente de reserva devia ser mais elevado (ver as pp. 181-182 do livro de Usher). Em todo o caso, Usher conclui que: "*there was considerable centralization of clearance in the early period and extensive credit creation. In the absence of comprehensive statistical records, we have scarcely any basis for an estimate of the quantitative importance of credit in the medieval and early modern periods, though the implications of our material suggest an extensive use of credit purchasing power.*" Ver A. P. Usher, ob. cit., pp. 8-9. Os trabalhos de C. Cipolla que mencionaremos mais adiante confirmam plenamente a hipótese que constitui o argumento essencial do livro de Usher. No capítulo IV, estudaremos *in extenso* a teoria dos multiplicadores bancários.

[46] Na Catalunha do século XV era permitido aos bancos trabalharem sem avais, embora aqueles que não os apresentassem não pudessem pôr a toalha na sua mesa de cambistas, o que permitia ao público identificar imediatamente quais os que tinham mais e os que tinham menos solvência no exercício da sua atividade. Ver A. P. Usher, ob. cit., p. 17.

lhes permitia tirar proveito *direto* dos lucros resultantes do sistema bancário. Como veremos adiante, este foi o objetivo que motivou a criação da *Taula de Canvi* ou Banco de Depósito de Barcelona.

A proibição canônica da usura e o "*depositum confessatum*"

Um fator característico que acrescentou um alto grau de complexidade e confusão à prática financeira da Idade Média foi a proibição da usura nas três grandes religiões monoteístas: a judaica, a maometana e a cristã. Marjorie Grice-Hutchinson analisou ao pormenor o conteúdo e as implicações da proibição desse tipo de juros durante o período medieval,[47] realçando que, no caso da religião judaica, a proibição não se estendia aos empréstimos realizados aos gentios, o que explica o fato de, pelo menos durante a primeira metade da Idade Média, a atividade financeira e bancária do mundo cristão estar nas mãos dos judeus.[48]

Esta proibição canônica de juros acrescentou um alto grau de complexidade à questão da atividade bancária durante a Idade Média, o que não se deveu, como quiseram fazer crer muitos teóricos d até agora, ao fato de esta desenvolver uma atividade útil e necessária, procurando sempre alcançar fórmulas para encobrir o necessário pagamento de juros nos contratos de empréstimo e de mútuo. Não há dúvida, visto que concediam empréstimos usando outros empréstimos, ("depósitos" a prazo) recebidos previamente dos clientes, atuando como verdadeiros intermediários financeiros, os bancos levavam a cabo um negócio legítimo que trazia óbvios benefícios para a economia produtiva da época. Contudo, o reconhecimento tardio da legitimidade econômica e jurídica dos juros por parte da Igreja não deve ser visto como um reconhecimento global da legitimidade do sistema bancário, mas apenas da parte do mesmo que trata da concessão de empréstimos previamente recebidos de terceiros, ou seja, na atividade bancária de mera intermediação financeira. A evolução histórica da doutrina da Igreja sobre a legitimidade dos

---

[47] Marjorie Grice-Hutchinson, *El pensamiento econômico en España* (1177-1740), tradução espanhola de Carlos Rochar e revisão de Joaquín Sempere, Editorial Crítica, Barcelona, 1982, cap. I, "El encubrimiento de la usura", pp. 13-80.

[48] Até ao século XVIII, a maior parte da atividade financeira estava nas mãos dos judeus e de outros não-cristãos, normalmente do Oriente Próximo. Do ponto de vista cristão não havia salvação possível para estes infiéis, e as proibições econômicas da Igreja não se aplicavam a eles [...] O ódio aos judeus teve origem, em parte, nas pessoas que ficavam ressentidas com tais taxas de juro, ao passo que os monarcas e príncipes, embora menos ressentidos, obtinham proveitos da exploração deste grupo mais ou menos desprotegido. (Harry Elmer Barnes, *An Economic History of the Western World*, Harcourt, Brace and Company, Nova Iorque 1940, pp. 192–93.)

juros não pressupõe, de forma alguma, o reconhecimento da atividade bancária baseada em um coeficiente de reserva fracionário, ou seja, na utilização em benefício próprio dos banqueiros (geralmente por meio da concessão de créditos) do dinheiro que lhes tenha sido depositado à vista pelos clientes.[49]

E a verdade é que, em grande medida, a notável confusão conceitual em relação a tal tema surge precisamente ao longo da Idade Média tem origem na na proibição canônica de juros. Um dos principais artifícios[50] engendrados pelos agentes econômicos de então, para encobrir verdadeiros empréstimos e o correspondente pagamento de juros, foi a utilização da figura do contrato de depósito à vista. Vejamos como o fizeram. Primeiramente, lembremo-nos do tratamento do contrato de depósito monetário irregular que fizemos no capítulo I. Uma das disposições mais características a esse respeito no *Corpus iuris civilis* estabelecia que no caso de o depositário não poder devolver imediatamente o depósito, além da ação de furto por apropriação indébita, deveria começar a pagar juros de mora ao depositante (*Digesto*, 16, 3, 25, 1). Não será, pois, de estranhar que durante a Idade Média e com o fim de contornar a proibição de juros, muitos contratantes tenham confessado ou declarado expressamente que o contrato realizado tinha sido um depósito monetário irregular, e não um verdadeiro empréstimo ou mútuo. A este procedimento jurídico de ocultação do empréstimo deu-se o nome de *depositum confessatum*. Tratava-se de um depósito simulado, que, apesar da declaração das partes, não era, de forma alguma, um verdadeiro depósito, mas simplesmente um empréstimo ou mútuo. Findo o prazo fixado, a parte supostamente depositante reclamava o dinheiro, o suposto depositário não lhe devolvia, e, assim, era, "condenado" a pagar juros por um conceito aparente (mora ou suposto atraso na devolução do depósito) que não tinha qualquer relação

[49] Esta é precisamente a tese defendida pelo padre Bernard W. Dempsey S.J., que, no seu notável livro *Interest and Usury* (American Council of Public Affairs, Washington DC, 1943) conclui que, embora se aceite a legitimidade dos juros, o sistema bancário de reservas fracionárias pode ser considerado uma "usura institucional" especialmente lesiva para a sociedade, uma vez que gera repetidamente *booms* artificiais, crises bancárias e recessões econômicas (p. 228).

[50] Uma lista clara e concisa de procedimentos usados para dissimular sistematicamente os contratos de empréstimo e a cobrança de juros pode ser encontrada em Jean Imbert, *Historia económica (de los orígenes a 1789)*, ob. cit., pp. 157-158. Imbert refere que o empréstimo de dinheiro com juros era ocultado por meio de: a) contratos fictícios (como o de retrovenda ou a caução imobiliária); b) cláusulas penais (que disfarçavam o pagamento de juros de sanções monetárias); c) declarações falsas da soma emprestada (o tomador comprometia-se a devolver uma quantidade sem juros em um valor superior ao que tinha recebido em empréstimo); d) operações de câmbio (nas quais se incluía juros na forma de uma taxa adicional); e e) tributos e pensões (tratava-se de pensões vitalícias nas quais se incluía não só uma parte correspondente à devolução do capital, mas também uma parte correspondente a juros). Jean Imbert não refere expressamente o *depositum confessatum*, que foi um dos procedimentos mais utilizados para justificar a cobrança de juros e que podemos incluir na sua categoria b) — "cláusulas penais". Ver ainda, a referência às "mil maneiras engenhosas para dissimular os tão perigosos juros", feita por Henri Pirenne na sua obra *Historia económica y social de la Edad Media*, ob. cit., pp. 104-105.

com o motivo real (a existência de um empréstimo). Assim, ao disfarçar os empréstimos de depósitos, era possível contornar muito eficazmente a proibição canônica de juros, evitando as terríveis sanções que daí advinham tanto secular com espiritualmente.

A prática do *depositum confessatum* acabou por incidir de forma muito negativa na doutrina jurídica sobre o depósito monetário irregular, retirando-lhe a clareza e a pureza de conteúdo com que havia sido construída na Roma clássica e introduzindo alguma confusão, que se manteve praticamente até nossos dias. De fato, independentemente da posição teórica no que diz respeito ao empréstimo com juros (estritamente contrária, ou "favorável" na medida do possível), o tratamento do *depositum confessatum* fez com que os estudiosos tivessem deixado de distinguir de forma clara o depósito monetário irregular do contrato de mútuo ou empréstimo. Assim, os canonistas mais exigentes e empenhados em descobrir todos os empréstimos reais e em condená-los a pagar os respectivos juros independentemente da sua origem ou forma, tenderam, de forma indevida, a identificar automaticamente o contrato de depósito como contrato de mútuo, pois acreditavam poder, desta forma, acabar com a fição do *depositum confessatum* desmascarando o mútuo ou empréstimo que julgavam sempre haver por trás. E foi aqui que radicou o erro: em ver todos os depósitos como exemplos de *depositum confessatum*, mesmo os verdadeiros (por a causa ou motivo essencial ser a manutenção da custódia estrita do *tantundem* sempre à disposição do depositante). Por sua vez, aqueles que adotaram uma posição mais compreensiva em relação aos empréstimos e aos juros, tentando encontrar fórmulas aceitáveis pela Igreja para cobrança de juros, defenderam a figura do *depositum confessatum*, argumentando que, em última instância, não era mais do que um empréstimo precário que, de acordo com os princípios do próprio *Digesto*, dava lugar à cobrança de juros.

Como consequência dessas duas posições doutrinais, os especialistas acabaram por chegar à conclusão de que a "irregularidade" no depósito monetário irregular estava não no fato de ser depositado de forma indistinguível uma determinada quantidade de um bem fungível (com a exigência de manutenção contínua da disponibilidade do *tantundem* a favor do depositante), mas no fato de se revestir de depósito um contrato que, em última análise, era *sempre* um empréstimo ou mútuo.[51] Além disso, os

[51] A identificação doutrinal entre o depósito monetário irregular e o contrato de mútuo ou empréstimo, que teve tendência a produzir-se pelas razões apontadas, fez com que os diferentes autores procurassem as características jurídicas comuns entre os dois contratos. Depressa se aperceberam de que no depósito de bens fungíveis se "transfere" a "propriedade" das unidades depositadas, pois só há obrigação de guardar em custódia, manter e devolver em qualquer momento o *tantundem*. Aparentemente, esta característica de transferência de propriedade coincide com a do contrato de empréstimo ou mútuo, pelo que foi natural que os autores tivessem considerado automaticamente que todo o depósito monetário irregular era um

banqueiros, que estavam envolvidos na utilização do *depositum confessatum* para mascarar de depósitos os empréstimos que recebiam e justificar assim o pagamento ilegal de juros, acabaram por se aperceber de que tal doutrina de que o depósito servia sempre para simular um mútuo ou empréstimo lhes era também altamente vantajosa, uma vez que lhes permitia justificar a apropriação indébita em benefício próprio, até do dinheiro que lhes tinha sido depositado à vista, e não emprestado por intermédio de um contrato de mútuo. Assim, a proibição canônica de juros teve o efeito não previsto de eliminar a clareza doutrinal com que se tinha concebido a figura jurídica do contrato de depósito monetário irregular no mundo romano, introduzindo uma confusão que foi aproveitada por muitos para justificar juridicamente a apropriação indébita e a atividade fraudulenta dos banqueiros nos contratos de depósito à vista, criando-se, desta forma, uma grave confusão jurídica que não voltou a ser esclarecida teoricamente até o fim do século XIX.[52]

Vamos agora analisar três casos concretos que ilustram o desenvolvimento do sistema bancário na Idade Média: o dos bancos de Florença no século XIV, o da *Taula de Canvi* ou Banco de Depósito de Barcelona do século XV e seguintes e o do Banco dos Médicis. Nestes três casos, bem como no resto dos bancos mais significativos da baixa Idade Média, reproduz-se sempre o esquema que já observamos na Grécia e em Roma, a saber: os bancos começam por ser criados cumprindo os princípios tradicionais do Direito incluídos no *Corpus iuris civilis*, ou seja, com um coeficiente de caixa de 100% que garante a guarda ou custódia contínua do *tantundem* a favor do depositante. Depois, gradualmente,

---

mútuo, uma vez que em ambos se dava a "transferência" da "propriedade" do depositante para o depositário. Assim, não se aperceberam da diferença essencial entre o depósito monetário irregular e o mútuo ou empréstimo, que demonstrámos no capítulo I e que radica na causa ou motivo do contrato: no depósito irregular o objetivo principal é o de guarda ou custódia, e embora em certo sentido se "transfira" a "propriedade", o mesmo não acontece com a disponibilidade da coisa, cujo *tantundem* deve sempre manter-se ao dispor do depositante. Pelo contrário, no empréstimo dá-se não só a transferência da propriedade, mas também a plena transferência da disponibilidade (de fato, trocam-se bens presentes por bens futuros), ao que acresce um elemento fundamental que não existe no depósito: a existência de um prazo durante o qual o emprestador perde a disponibilidade da coisa. Desta forma, podemos ver que, de forma indireta e devido à instituição fraudulenta e espúria do *depositum confessatum*, a proibição canônica dos juros fez com que se esbatessem as diferenças essenciais existentes entre o depósito irregular e dinheiro e o mútuo.

[52] De fato, foi Pasquale Coppa-Zuccari, que já citamos, o primeiro a reconstruir toda a teoria jurídica do depósito monetário irregular, começando da mesma base dos autores clássicos romanos e revelando de novo a ilegitimidade da apropriação indébita do dinheiro depositado à vista nos bancos. A propósito dos efeitos do denominado *depositum confessatum* no tratamento teórico da instituição jurídica do contrato de depósito irregular, Coppa-Zuccari conclui que: *"le condizioni legislative dei tempi rendevano fertile il terreno in cui il seme della discordia dottrinale cadeva. Il divieto degli interessi nel mutuo non valeva pel deposito irregolare. Qual meraviglia dunque se chi aveva denaro da impiegare fruttuosamente lo desse a deposito irregolare, confessatum se occorreva, e non a mutuo? Quel divieto degli interessi, che tanto addestrò il commercio a frodare la legge e la cui efficacia era nulla di fronte ad un mutuo dissimulato, conservò in vita questo ibrido instituto, e fece sì che il nome di deposito venissi imposto al mutuo, che non poteva chiamarsi col proprio nome, perchè esso avrebbe importato la nullità del patto relativo agli interessi*." Pasquale Coppa-Zuccari, *Il deposito irregolare*, ob. cit., pp. 59-60.

e como resultado da ganância dos banqueiros e da cumplicidade dos governos, esses princípios começam a ser violados e os banqueiros começam a fazer uso do dinheiro depositado à vista pelos clientes para conceder empréstimos, muitas vezes aos próprios governantes. Isto dá lugar a negociações bancárias com reserva fracionária e à expansão artificial do crédito, o que, em uma primeira fase, leva a uma aparente expansão da economia. Todo este processo acaba em uma crise econômica geral e na falência dos bancos, que, chegada a recessão e depois de perdida a confiança do público, não são capazes de satisfazer a exigência de devolução imediata dos depósitos aceites. A falência parece ter sido a constante histórica da atividade dos banqueiros[53] sempre que esta se estendia ao uso, para empréstimos, do dinheiro que lhes tinha sido depositado à vista. Além disso, as falências dos bancos vinham acompanhadas de uma forte contração da oferta de moeda em forma de créditos ou depósitos, seguindo-se daí a inevitável recessão econômica. Foi necessário passarem mais de cinco séculos para que os especialistas da economia fossem capazes de compreender teoricamente a razão de todos esses processos, como veremos nos capítulos seguintes.[54]

Os negócios bancários na Florença do século XI

No final do século XII e começo do século XIII começou a se desenvolver em Florença um movimento bancário incipiente que veio a ganhar grande importância no século XIV. Os bancos mais importantes eram os dos Acciaiuolis, dos Bonaccorsis, dos Cocchis, dos Antellesis,

[53] Assim, por exemplo, Raymond Bogaert refere que dos 163 bancos conhecidos em Veneza, existem provas documentais de que pelo menos 93 faliram. Raymond Bogaert, *Banques et banquiers dans les cités grecques*, ob. cit., nota 513, p. 392.

[54] Como é lógico, os banqueiros violavam os princípios gerais do Direito e efetuavam a apropriação indébita do dinheiro que lhes era depositado de forma oculta e infame. Na verdade, tinham plena consciência de que tais ações eram ilícitas e ilegítimas e de que se os clientes descobrissem perderiam imediatamente a confiança no banco, o que provocaria a falência. Isto explica o tradicional sigilo do sistema bancário, que, juntamente com o caráter abstrato e difícil de entender das transações financeiras, faz com que, mesmo hoje em dia, haja muito pouca transparência no setor bancário e que a maior parte das pessoas continue sem saber que os bancos, mais do que verdadeiros intermediários financeiros (como costumam se apresentar), são agentes da criação expansiva de créditos e depósitos a partir do nada. O aspecto infame e, por isso, secreto do sistema bancário foi muito bem revelado por Knut Wicksell, segundo o qual: *"in effect, and contrary to the original plan, the banks became credit institutions, instruments for increasing the supplies of a medium of exchange, or for imparting to the total stock of money, an increased velocity of circulation, physical or virtual. Giro banking continued as before, though no actual stock of money existed to correspond with the total of deposit certificates. So long, however, as people continued to believe that the existence of money in the banks was a necessary condition of the convertibility of the deposit certificates, these loans had to remain a profound secret. If they were discovered the bank lost the confidence of the public and was ruined, specially if the discovery was made at a time when the Government was not in a position to repay the advances"*. Ver Knut Wicksell, *Lectures on Political Economy*, Volume II: Money, ob. cit., pp. 74-75.

dos Corsinis, dos Uzzanos, dos Perendolis, dos Peruzzis, e dos Bardis, entre outros. Há evidências de que a partir do início do século XIV, os banqueiros começaram, de forma gradual, a usar fraudulentamente parte do dinheiro que recebiam em depósitos à vista, criando, assim, um importante volume de crédito a partir do nada.[55] Não é de estranhar, por isso, que, depois de uma fase de grande crescimento econômico artificial, que teve origem na criação de meios de pagamento em forma de expansão de crédito, se desse uma profunda e inexorável recessão, espoletada não só pela retirada massiva de dinheiro dos príncipes napolitanos, mas também pela incapacidade revelada pela Inglaterra de devolver os empréstimos e pela grave queda do preço dos títulos de dívida pública do governo de Florença, que se tinha financiado de forma especulativa com novos empréstimos criados do nada pelos bancos florentinos. Produziu-se assim um crise de confiança generalizada, que fez com que todos os bancos mencionados falissem entre 1341 e 1346. Como seria de esperar, a falência destes bancos trouxe prejuízos a todos os que neles tinham depósitos. Estes clientes, depois de um prolongado período de liquidação, receberam apenas metade, um terço ou até um quinto dos seus depósitos.[56] Felizmente, existe um relato das circunstâncias econômicas e financeiras dessa altura escrito por Villani, em uma crônica ressuscitada por Carlo M. Cipolla. Villani diz que durante a recessão se deu uma tremenda contração no crédito (a que ele se refere graficamente como *mancamento della credenza*, ou seja, "escassez de crédito"), que agravou e tornou ainda mais difícil a conjuntura econômica, provocando um efeito de dominó nas falências das indústrias, oficinas de artesãos e comércios. A evolução desta recessão econômica foi profundamente estudada por Cipolla, que descreve a fase de transição de *boom* econômico para crise da seguinte forma: a idade do "*Cântico das Criaturas*" deu lugar à idade da "*Dança Macabra*".[57] De fato, de acordo com Cipolla, a recessão prolongou-se até que, "graças" aos efeitos da peste, diminuiu drasticamente o volume de população e a quantidade de dinheiro vivo e bancário *per capita* atingiu um nível equivalente ao existente antes da crise, criando as bases para uma subsequente recuperação.[58]

---

[55] Ver, entre outros, o interessante artigo de Reinhold C. Mueller, "The Role of Bank Money in Venice, 1300-1500", em *Studi Veneziani*, N.S. III, Giardini Editori, Pisa 1979, pp. 47-96. Por sua vez, Carlo M. Cipolla, no seu notável trabalho sobre "El florín y el quattrino: La política monetaria en Florencia en el siglo XIV", publicado no seu livro *El gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*, com tradução espanhola de Juan Vivanco, Editorial Crítica, Barcelona 1994, pp. 143-231, afirma também que "os bancos da época já tinha evoluído até ao ponto de criar moeda e aumentar a sua velocidade de circulação" (p. 155).

[56] Carlo Maria Cipolla, *El gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*, ob. cit., p. 152.

[57] Carlo Maria Cipolla, ob. cit., p. 147. Ver, ainda, o comentário de Boccaccio sobre os efeitos econômicos da peste citado por John Hicks (nota 59 do capítulo V).

[58] Carlo M. Cipolla faz uma análise interpretativa dos fatos históricos com um maior conhecimento e

O Banco dos Médicis

O conhecimento da história do Banco dos Médicis foi possível graças à determinação e capacidade de investigação de Raymond de Roover, cujo trabalho se tornou mais fácil depois da descoberta dos livros-razão confidenciais (*libri segreti*) no *Archivio de Stato*.[59] O caráter secreto destes livros-razão põe mais uma vez em evidência a pouca transparência e a infame natureza das atividades dos banqueiros, a que já nos referimos na nota 52, bem como o desejo de muitos clientes dos bancos italianos (nobres, príncipes, até mesmo o papa) de realizar os próprios depósitos em contas que não fossem conhecidas. Felizmente, a descoberta desses livros fez com que fosse possível conhecer pormenorizadamente a forma como funcionava o Banco dos Médicis durante o século XV.

Antes de mais nada, é importante realçar que, a princípio, o Banco dos Médicis não aceitava depósitos à vista, mas apenas "depósitos" a prazo, que não eram mais do que verdadeiros mútuos ou empréstimos concedidos ao banco pelos clientes e que, precisamente por isso, se denominavam *depositi a discrezione*. O qualificativo *a discrezione* indicava que, ao se tratar de verdadeiros mútuos ou empréstimos realizados pelos supostos "depositantes", o banco podia fazer pleno uso dos mesmos e empregá-los livremente, pelo menos durante o prazo previamente estipulado.[60] *Discrezione* era também o termo que se uti-

---

aplicação da teoria econômica do que outros autores (como, por exemplo, A. P. Usher ou Raymond de Roover, que manifestam a sua "surpresa" pelas recessões da Idade Média, cuja origem consideram, em muitas ocasiões, "misteriosa e inexplicável"). É notável que Cipolla aplique a tese de feitio monetarista às fases recessivas, que atribui a uma contração da oferta monetária decorrente da diminuição global do crédito. Assim, Cipolla não aplica a análise à fase anterior do *boom* econômico, caindo dessa forma, inconscientemente, em uma interpretação "monetarista" da história, em que o *boom* artificial, resultado da expansão do crédito não é reconhecido como a verdadeira origem e causa das posteriores e inevitáveis recessões. A afirmação de Cipolla segundo a qual foi a peste negra que, em última instância, veio solucionar o problema de "escassez" de dinheiro é também altamente discutível, uma vez que a "escassez" de dinheiro tende a ser solucionada de forma espontânea por meio da diminuição geral dos preços, ou seja, do correspondente aumento do poder aquisitivo do dinheiro, que faz com que não seja preciso manter saldos individuais de caixa elevados. Não há necessidade de uma guerra ou peste que dizime a população. Por isso, mesmo que não tivesse havido peste, o processo recessivo teria terminado mais tarde ou mais cedo, uma vez que os erros de investimento cometidos durante o *boom* fossem eliminados, por via do aumento do poder aquisitivo do dinheiro e a consequente diminuição dos saldos de caixa. Não há dúvida de que este processo se efetuou em paralelo e independentemente dos efeitos que a peste negra teve na população. Assim, mesmo os historiadores mais educados e perspicazes, como Cipolla, erram parcialmente na interpretação quando o instrumental teórico utilizado não é completamente satisfatório. Em todo o caso, é muito significativo que esses teóricos partidários de uma interpretação inflacionista da história continuem a apontar os "efeitos benéficos" das guerras, considerando-as a causa essencial da saída das crises econômicas.

[59] Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1963.

[60] "*The Medici Bank and its subsidiaries also accepted deposits from outsiders, especially great nobles, church*

lizava para designar os juros que o banco pagava aos clientes que lhe emprestavam dinheiro na forma de "depósitos" a prazo.

No seu livro, Raymond de Roover estuda aprofundadamente o desenvolvimento e as vicissitudes do Banco do Médicis ao longo do século em que existiu. Aqui, nos interessa realçar apenas que, a partir de um determinado momento, o banco começou a aceitar depósitos à vista e a usar uma indevidamente parte para conceder empréstimos. Este fato ficou provado documentalmente graças às contas dos *libri segreti* descobertos, em uma das quais, correspondente a março de 1442, se podem ler algumas anotações à margem, onde é indicada, para cada depósito à vista, a probabilidade que se considerava existir de ter de devolver o depósito respetivo ao cliente.[61]

No balanço dos escritórios de Londres do Banco dos Médicis, do dia 12 de novembro de 1477, é possível ver que um número significativo das dívidas do banco corresponde a depósitos à vista. O próprio Raymond de Roover calcula que, em determinado momento, as reservas líquidas do banco se reduziram a 50% do total das suas obrigações à vista.[62] Seguindo o mesmo critério padrão aplicado por A. P. Usher, trata-se de um coeficiente de expansão do crédito de duas vezes os depósitos à vista recebidos. No entanto, há indícios de que esta proporção foi piorando gradualmente ao longo da vida do banco, sobretudo a partir de 1464, ano em que começou a experimentar problemas cada vez maiores. O motivo da crise bancária e econômica geral que arruinou o Banco dos Médicis é muito similar ao analisado por Carlo M. Cipolla para a Florença do século XIV. De fato, a expansão de crédito provocada pela apropriação indébita dos depósitos à vista por parte dos banqueiros deu azo a um *boom* artificial alimentado pelo crescimento da oferta monetária e pelos efeitos aparentemente "benéficos" a curto prazo. Não obstante, uma vez que esse processo se deveu ao aumento da oferta monetária, na forma de depósitos que serviram para a concessão de créditos que não tinham por base um crescimento real da poupança, a reversão do processo foi inevitável, como analisaremos em pormenor no capítulo IV e seguintes deste livro. Foi o que aconteceu na segunda metade do século XV nas grandes cidades comerciais italianas. Infelizmente, em termos de análise econômica do processo histórico, o estudo de Raymond de Roover é ainda menos profundo

---

dignataries, condottieri, and political figures, such as Philippe de Commines and Ymbert de Batarnay. Such deposits were not usually payable on demand but were either explicitly or implicitly time deposits on which interest, or rather 'discrezione', was paid." Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*, ob. cit., p. 101.

[61] Raymond de Roover, ob. cit., p. 213.

[62] Raymond de Roover, ob. cit., p. 245.

do que o de Carlo M. Cipolla, chegando aquele a afirmar que "*what caused these general crises remains a mystery*"[63] Porém, para nós, não é mistério que o Banco dos Médicis acabou por falir, como aconteceu aos bancos que basearam grande parte do negócio na atividade bancária com reserva fracionária. Apesar de Raymond de Roover afirmar não entender a razão por que se deu a crise generalizada de finais do século XV, a detalhada informação que apresenta sobre a fase final do Banco dos Médicis exibe todos os traços típicos de recessão e contração do crédito que surgem inexoravelmente depois de um processo de grande expansão artificial do crédito. De Roover explica que o Banco dos Médicis se viu forçado a iniciar uma política de contração do crédito, exigindo a devolução de empréstimos e tentando aumentar a liquidez. Além disso, ficou demonstrado que na fase final, o Banco do Médicis operava com um coeficiente de reserva muito reduzido, que chegou a ter um valor inferior a 10 por cento do total dos ativos, o que era inadequado para fazer face ao cumprimento dos seus compromissos durante o período de recessão.[64] O Banco dos Médicis acabou por falir e todos os ativos caíram nas mãos dos credores. Os concorrentes também faliram pelas mesmas razões, ou seja, pelos inevitáveis efeitos da expansão artificial e posterior recessão econômica invariavelmente gerados pela violação dos princípios tradicionais do Direito que regem o contrato de depósito monetário irregular.

Os bancos da Catalunha durante os séculos XIV e XV: a Taula de Canvi

Os bancos privados surgem na Catalunha na mesma altura em que esta atividade se desenvolvia nas grandes cidades comerciais italianas. No reinado de Jaime I, o Conquistador, (1213-1276), a leis góticas e romanas sobre o intercâmbio mercantil foram derrogadas e substituídas pelos *Usos de Barcelona*. Além disso, nas Cortes de 1300-1301, foi elaborada legislação pormenorizada e completa sobre o sistema bancário, com a fixação de atribuições, direitos, fiadores e responsabilidades dos banqueiros. Algumas disposições adotadas são de grande interesse para nós.

[63] "O que causou estas crises gerais continua a ser um mistério", Raymond de Roover, ob. cit., p. 239.

[64] Assim, durante a vida do banco, o princípio tradicional do direito que exigia a manutenção contínua de 100% dos depósitos à vista foi sendo gradualmente violado, de forma que o coeficiente de reserva se foi reduzindo de forma continuada: "*A perusal of the extant balance sheets reveals another significant fact: the Medici Bank operated with tenuous cash reserves which were usually well below 10 percent of total assets. It is true that this is a common feature in the financial statements of medieval merchant-bankers, such as Francesco Datini and the Borromei of Milan. The extent to which they made use of money substitutes is always a surprise to modern historians. Nevertheless, one may raise the question whether cash reserves were adequate and whether the Medici Bank was not suffering from lack of liquidity*." Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*, ob. cit., p. 371.

Assim, por exemplo, no dia 13 de fevereiro de 1300 foi estabelecido que qualquer banqueiro que falisse seria declarado infame por um porta-voz público em toda a cidade de Barcelona, sendo condenado a uma dieta estrita de pão e água enquanto não devolvesse aos credores o total dos depósitos.[65] Um ano depois, no dia 16 de maio de 1301, estipulou-se a obrigação de obter avais e garantias de terceiros para desenvolver o sistema bancário, sendo que aqueles que desenvolvessem a atividade sem apresentar essas condições, não podiam estender a toalha no balcão, para que toda a gente pudesse ver que não tinham a mesma solvência dos que tinham conseguido obter os avais e, por conseguinte, tinham a toalha posta nos balcões. Qualquer banqueiro que não cumprisse esta disposição (ou seja, exercesse a atividade bancária sem avais, utilizando a toalha) seria condenado pelo crime de fraude e/ou estelionato.[66] Em razão de tais disposições, é claro que, nesta fase inicial, o sistema bancário de Barcelona tendia a ser bastante solvente e a cumprir os princípios essenciais do Direito que regem o contrato de depósito bancário de moeda.

Não obstante, há indícios de que, apesar de todas as medidas, não tardou muito para que os banqueiros privados começassem a agir de forma fraudulenta, posto que no dia 14 de agosto de 1321 é modificada a legislação correspondente aos casos de falência de bancos, ficando estabelecido que seria declarada falência aos que não cumprissem os compromissos imediatamente. Caso não pagassem as dívidas no prazo máximo de um ano, cairiam em infâmia pública, que seria comunicada em toda a Catalunha por um pregador. Logo depois, seriam decapitados mesmo em frente à sua banca e as propriedades seriam vendidas pela jurisdição local para fazer frente às obrigações com os credores. Vale lembrar que este é um dos poucos exemplos históricos em que as autoridades públicas se preocuparam em defender, efetivamente, os princípios gerais do Direito de propriedade em relação ao contrato de depósito bancário de moeda e, embora suponhamos que a maior parte dos banqueiros catalães que faliram tenham tentado fugir ou pagar as duas dívidas no prazo máximo de um ano, existem provas documentais que pelo menos alguns foram mortos, como aconteceu a um tal de Francesch Castello, decapitado mesmo em frente ao seu banco no ano de 1360, tal como mandava a lei.[67]

---

[65] A. P. Usher, *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, ob. cit., p. 239.

[66] A. P. Usher, ob. cit., p. 239.

[67] A. P. Usher, ob. cit., pp. 240 e 242. À luz dos recentes escândalos e crises bancárias ocorridos em Espanha podíamos nos perguntar-nos, de brincadeira, se não seria conveniente reintroduzir penas contra os banqueiros fraudulentos com uma severidade comparável às que foram estabelecidas na Catalunha do século XIV. De acordo com uma de minhas alunas, Elena Sousmatzian, na recente crise bancária que assolou a Venezuela, uma senadora do Partido Social-Cristão (COPEI), chegou

Apesar de todas essas sanções, a liquidez dos bancos não deixou de ser inferior aos depósitos à vista recebidos, como os que acabaram por falir em massa no século XIV, na mesma recessão econômica e de crédito que assolou o mundo financeiro italiano e que foi estudada por Carlo M. Cipolla. Apesar de haver indícios de que os bancos da Catalunha resistiram um pouco melhor do que os italianos (as penalidades severas nos casos de fraude tiveram indubitavelmente um efeito positivo no que diz respeito aos coeficientes de reserva, tornando-os mais elevados), existem provas documentais de que os bancos catalães acabaram também por não cumprir os compromissos de forma generalizada. Assim, em março de 1397 foi necessária a promulgação de uma disposição específica, uma vez que o público começava a se queixar de que os bancos usavam todo o tipo de desculpas com os clientes e se mostravam reticentes na hora de devolver as somas que lhes tinham sido entregues para custódia. Diziam "volte mais tarde" e, no fim e com muita sorte, pagavam apenas com pequenas moedas fracionárias de pouco valor e nunca com o ouro que tinham recebido originalmente em depósito.[68]

A crise bancária do século XIV, em vez de levar a um aumento do controle e da defesa dos direitos de propriedade dos depositantes, levou à criação de um banco público municipal, a *Taula de Canvi* ou Banco de Depósito de Barcelona. Este banco foi criado com a finalidade de aceitar depósitos e com eles financiar os gastos municipais e a emissão de títulos de dívida pública da cidade de Barcelona. Assim, a *Taula de Canvi* corresponde ao modelo tradicional de banco criado pelas autoridades públicas para se aproveitar diretamente dos benefícios fraudulentos do sistema bancário. A. P. Usher estudou pormenorizadamente a vida deste banco, que, como era de prever, acabou por suspender os pagamentos em 1468, depois de ter usado uma parte importante das suas reservas para a concessão de empréstimos à própria Câmara Municipal de Barcelona e de não ter sido capaz de fazer frente à retirada de fundos em dinheiro por parte dos seus depositantes.[69] A partir dessa data, o banco foi reorganizado e gradualmente dotado de mais e mais privilégios, como o monopólio de todos os depósitos derivados de embargos ou apreensões judiciais, que eram uma fonte muito segura de rendimento contínuo e podiam servir de garantia

---

"seriamente" a sugerir medidas deste tipo em declarações à imprensa, o que decerto obteve bom acolhimento dos depositantes afetados.

[68] A. P. Usher, ob. cit., p. 244.

[69] "*In February 1468, after a long period of strain, the Bank of Deposit was obliged to suspend specie payments completely. For all balances on the books at that date annuities bearing interest at 5 percent were issued to depósitors willing to accept them. Those unwilling to accept annuities remained creditors of the bank, but they were not allowed to withdraw funds in cash.*" A. P. Usher, ob. cit., p. 278.

para financiar a cidade. A *Taula* acabaria também por assegurar os recursos procedentes de todos os depósitos da administração pública, tutelas e documentos testamentários.[70]

4
Os bancos na época de Carlos V e a doutrina da Escola de Salamanca a respeito do sistema bancário[71]

A atividade bancária durante os anos do reinado de Carlos V é paradigmática do cenário que temos descrito, e por várias razões. Em primeiro lugar, porque a afluência maciça de metais preciosos provenientes da América fez com que o centro de gravidade da economia se deslocasse, pelo menos temporariamente, das cidades comerciais do norte de Itália para a Espanha, concretamente para Sevilha e outros mercados comerciais espanhóis. Em segundo lugar, porque as constantes necessidades de fundos, devido à sua política imperial, levaram a que tivesse de obter financiamento contínuo do sistema bancário, tirando proveito, com muita falta de escrúpulos, da liquidez que lhe proporcionava e reforçando ao máximo a tradicional cumplicidade entre governantes e banqueiros, que na altura já se tinha tornado regra, embora de forma mais dissimulada. Além disso, Carlos V não foi capaz de evitar a falência da fazenda real, o que, logicamente, teve consequências muito negativas para a economia espanhola em geral e, particularmente, para os banqueiros que o financiaram. Todos estes acontecimentos fizeram com que as mentes mais brilhantes da época, os teóricos da Escola de Salamanca, começassem a refletir sobre as atividades financeiras e bancárias que testemunhavam. Por isso, dispomos de um conjunto de análises de grande valor que precisam ser estudadas com atenção. A seguir, daremos conta de cada um destes eventos.

---

[70] Há documentos que mostram que em 1433 pelo menos 28 por cento dos depósitos da *Taula de Canvi* de Barcelona procediam de embargos de origem judicial que eram depositados no banco e tinham grande estabilidade. Ver A. P. Usher, ob. cit., p. 339, y Charles P. Kindleberger, ob. cit., p. 68. Em todo o caso, o coeficiente de caixa viria a piorar progressivamente até à suspensão de pagamentos em 1464. Depois da reorganização da *Taula* nessa altura, o Banco de Depósito de Barcelona manteve uma vida financeira frágil ao longo dos trezentos anos subsequentes, graças aos privilégios que manteve em relação aos depósitos judiciais e aos limites que se estabeleceram para os empréstimos à cidade. Pouco depois da tomada de Barcelona pelos Bourbons a 14 de setembro de 1714, o banco foi absorvido por uma nova instituição cujos estatutos foram elaborados nos dia 14 de janeiro de 1723 pelo Conde de Montemar, constituindo a essência do Banco de Depósito até à sua liquidação final e definitiva em 1853.

[71] Uma versão inglesa desta epígrafe encontra-se em Jesús Huerta de Soto, "New Light on the Prehistory of the Theory of Banking and the School of Salamanca", *The Review of Austrian Economics*, vol. 9, n.º 2, 1996, pp. 59-81.

O desenvolvimento dos bancos em Sevilha

Graças ao trabalho de Ramón Carande,[72] sabemos com algum pormenor como se deu o desenvolvimento das atividades bancárias privadas em Sevilha durante o reinado de Carlos V. De acordo com o próprio Carande, a pesquisa foi facilitada por ocasião da descoberta de uma lista de banqueiros compilada para o confisco de metais preciosos levada a cabo pela *Casa de Contratación* de Sevilla em 1545. A difícil situação da Fazenda levou Carlos V a contrariar os princípios mais elementares do Direito e a apoderar-se de moeda onde quer que pudesse encontrá-la, ou seja, a que estava depositada nos cofres dos banqueiros sevilhanos. Na verdade, como veremos, tais banqueiros também violavam os princípios gerais do Direito que regiam o depósito monetário irregular e utilizavam grande parte dos depósitos recebidos em negócios particulares. No entanto, a política imperial de confiscar diretamente quaisquer quantias depositadas nos bancos incentivava-os ainda mais a usar a maior parte dos depósitos recebidos para conceder empréstimos a terceiros, prática que se tornou habitual. Se, em última instância, não havia nenhuma garantia de que os poderes públicos respeitariam as reservas em dinheiro dos bancos, e a própria experiência demonstrava que em situações de apuro o Imperador não pensava duas vezes antes de as confiscar na forma de empréstimos compulsórios à Coroa, era preferível dedicar a maior parte do depósitos a empréstimos ao comércio e à indústria privada, o que evitava a expropriação e proporcionava uma rentabilidade muito maior.

Esta prática de confisco é, talvez, o exemplo extremo da tradicional tendência das autoridades para usar os lucros dos bancos em benefício próprio, expropriando os ativos daqueles que têm a obrigação legal de custodiar e guardar da melhor maneira os depósitos alheios. Por isso, é compreensível que os governantes, ao se tornarem os primeiros beneficiários do sistema bancário, acabassem por justificá-la e por conceder todo o tipo de privilégios para que continuasse a operar com um coeficiente de reserva fracionário, à margem dos princípios gerais do Direito.

Na obra magna, *Carlos V y sus banqueros*, Ramón Carande menciona os banqueiros mais importantes da Sevilha de Carlos V, nomeadamente Espinosa, Domingo, Lizarrazas, Pedro de Morga e outros menos importantes, como Cristóbal Francisquín, Diego Martínez, Juan Íñiguez, e Octavio de Negrón. Todos acabaram inexoravelmente por falir, pelo simples fato de não terem liquidez para fazer frente ao levantamento dos depósitos que tinham sido feitos à vista, o que demonstra que operavam com um coeficiente de reserva fracionário,

[72] Ramón Carande, *Carlos V y sus banqueros*, 3 volumes, Editorial Crítica, Barcelona e Madrid, 1987.

graças à licença ou ao privilégio que tinham obtido do município de Sevilha e do próprio Carlos V.[73] Não temos informação sobre a percentagem exata das reservas, mas sabemos que em muitas ocasiões utilizavam esse dinheiro em negócios particulares relacionados com a frota de navios usada para o comércio com a América, na coleta de impostos, etc. Eram aventuras arriscadas, mas imensamente tentadoras, uma vez que, quando corriam bem, geravam lucros muito elevados. Além disso, com dissemos antes, os sucessivos confiscos de metais preciosos depositados nos bancos não serviam senão para encorajar ainda mais o comportamento ilegítimo dos banqueiros. Assim, os Espinosa faliram em 1579, tendo sido presos os sócios principais. Domingo de Lizarrazas faliu no dia 11 de março de 1553, ao não conseguir completar o pagamento de mais de seis milhões e meio de maravedis. Pedro de Morga, que começou as suas operações em 1553, faliu em 1575, durante a segunda falência de Felipe II. A mesma sorte tiveram os demais banqueiros menos importantes, sendo aqui muito curiosa a presença e o comentário de Thomas Gresham, que se deslocou a Sevilha com a instrução de retirar dos bancos trezentos e vinte mil ducados em dinheiro, para o que havia obtido a necessária licença do Imperador e da rainha Maria. Gresham ficou muito admirado ao observar que na cidade que recebia os tesouros provenientes das ilhas havia uma tão grande escassez de dinheiro, tal como nos mercados, pelo que temia que todos os bancos da cidade tivessem de suspender os pagamentos quando levantasse os fundos, tal como fora ordenado.[74] É lamentável que a análise de Ramón Carande deixe tanto a desejar e que o seu estudo interpretativo da falência desses bancos se baseie sobretudo em explicações anedóticas, como a derivada da "avidez" de metais, que ameaçava constantemente a solvência dos bancos; a realização de negócios pessoais arriscados por parte dos banqueiros, que os punham continuamente em situações comprometedoras (fretamento de navios, comércio de navegação ultramarina, operações de seguros, especulações diversas, etc.); e os repetidos confiscos e necessidades de liquidez da Fazenda real. Nunca é mencionada, como a verdadeira causa do fenômeno, a inevitável recessão e crise econômica gerada pela fase de *boom* artificial causada pela inflação de metais preciosos provenientes da América e a expansão artificial do crédito, sem sus-

[73] Os bancos espanhóis do século XVII não tiveram melhor sorte: "Consta que no início do século XVII existiam bancos na corte, Sevilha, Toledo e Granada. Pouco depois do ano de 1622, Alejandro Lindo queixou-se de que não restava nenhum, após a falência do último em Sevilha (cujo proprietário era Jacome Matedo)." M. Colmeiro, *Historia de la economía política española*, tomo II (1863), Fundación Banco Exterior, Madrid, 1988, p. 342.

[74] No fim, depois de muito trabalho, conseguiu reunir cerca de duzentos mil ducados, tendo escrito que "temo provocar a falência de todos os bancos de Sevilha". Ver Ramón Carande, *Carlos V y sus banqueros*, ob. cit., vol. I, pp. 299-323, especialmente as pp. 315-316, referentes à visita de Gresham a Sevilha.

tentação de poupança real suficiente, derivada do exercício da atividade bancária com um coeficiente fracionário de reserva.

Felizmente, Carlo M. Cipolla compensou, pelo menos em parte, essa lacuna teórica de Ramón Carande, efetuando um estudo interpretativo da crise bancária e econômica da segunda metade do século XVI, que, apesar de se referir estritamente aos bancos italianos, é também diretamente aplicável ao sistema financeiro espanhol, uma vez que, nessa altura, os circuitos comerciais e financeiros entre as duas nações estavam intimamente relacionados.[75] Cipolla explica que, já na segunda metade do século XVI, a oferta monetária (aquilo a que nos referimos hoje como M1 ou M2) incluía uma quantidade elevada de "dinheiro bancário" ou depósitos criados do nada pelos banqueiros que não conservavam em custódia 100 % do dinheiro depositado à vista. Isso deu origem a uma fase de florescimento econômico artificial que reverteu a partir da segunda metade do século XVI, altura em que os depositantes começaram, com preocupação, a sentir dificuldades econômicas crescentes e em que se deram as primeiras falências dos banqueiros mais importantes de Florença.

De acordo com Cipolla, esta fase de expansão começou na Itália, provocada pelos diretores do Banco Ricci, que utilizaram uma parte muito importante dos depósitos para comprar fundos públicos e conceder créditos. Esta política de expansão do crédito foi seguida pelos outros bancos privados, dado que queriam manter-se competitivos e conservar os lucros e a ocupação de mercado. Gera-se assim um *boom* de crédito que dá origem a uma fase de grande expansão artificial que não tarda a começar a retroceder. Assim, em 1574, uma proclamação acusava os banqueiros de se negarem a devolver os depósitos em dinheiro e denunciava o fato de só "pagarem com tinta". Os bancos foram sentindo cada vez mais dificuldade em devolver os depósitos em moeda e, nas cidades venezianas, começou a sentir-se uma significativa escassez de dinheiro. Os artesãos não podiam levantar os próprios depósitos nem pagar as dívidas, o que gerou uma forte contração no crédito (ou seja, deflação) e uma profunda crise econômica, analisada pormenorizadamente por Cipolla na sua interessante obra. A análise de Cipolla, é, portanto, mais sólida do ponto de vista teórico do que a de Ramón Carande, embora não seja também completamente adequada, uma vez que põe mais ênfase na crise e na fase de contração do crédito do que na fase prévia de expansão artificial do crédito, na qual se encontra a

---

[75] Ver o artigo de Carlo M. Cipolla "La Moneda en Florencia en el siglo XVI", publicado em *El Gobierno y la moneda: ensayos de historia monetaria*, ob. cit., pp. 11-142, especialmente as pp. 96 e ss. A estreita relação comercial e financeira entre Espanha e Itália no século XVI está muito bem documentada em Felipe Ruiz Martín, *Pequeño capitalismo, gran capitalismo: Simón Ruiz y sus negocios en Florencia*, Editorial Crítica, Barcelona, 1990.

verdadeira raiz dos problemas. Por sua vez, esta fase de expansão do crédito, tem origem no descumprimento, por parte dos banqueiros, da obrigação de custodiar e manter intacto 100 % do *tantundem*.[76]

Foram também importantes, a nível internacional, as relações que Carlos V manteve com os membros do banco Fugger ao longo de todo o reinado. Os Fugger de Augsburgo começaram as atividades como comerciantes de lã e prata, assim como de pimenta e outras especiarias com Veneza. Mais tarde, começaram a se dedicar aos negócios bancários, chegando a ter dezoito estabelecimentos ou sucursais por toda a Europa. Ajudaram à eleição de Carlos V como imperador, concedendo empréstimos, e, posteriormente, financiaram-no em numerosas ocasiões, recebendo, como garantia, os carregamentos de prata da América e a autorização para recolher os impostos da Coroa. Entraram em colapso e quase faliram quando Felipe II suspendeu *de fato* os pagamentos a todos os credores da Coroa em 1557. Ainda assim continuaram a arrendar as terras das ordens militares até 1634.[77]

A Escola de Salamanca e as atividades bancárias

Estes fenômenos financeiros e bancários não deixaram de impressionar as ilustres mentes dos membros da Escola de Salamanca, que, segundo as pesquisas mais confiáveis, são os precursores da moderna concepção de valor subjetivo desenvolvida pela Escola Austríaca de Economia.[78]

---

[76] Cipolla indica que a partir dos anos 1570, o Banco de Ricci já não era capaz de pagar os levantamentos em dinheiro e, de fato, suspendeu os pagamentos, pagando apenas "com tinta" ou "com apólices do banco". As autoridades de Florença, fixando-se apenas nos sintomas e pretendendo de uma forma tipicamente voluntarista solucionar esta situação preocupante através de meras ordenanças, impuseram aos banqueiros a obrigação de pagarem aos credores em moeda e sem mora, mas sem diagnosticar nem atacar as causas essenciais do fenômeno (a apropriação indébita dos depósitos para conceder empréstimos e o descumprimento de um coeficiente de caixa de 100%). Consequentemente, as sucessivas ordenanças falharam e a crise foi se agravando de forma gradual até que rebentou violentamente em meados dos anos setenta do século XVI. Ver Carlo M. Cipolla, "La moneda en Florencia en el siglo XVI", ob. cit., pp. 102-103.

[77] Possivelmente foi Ramón Carande quem melhor estudou a relação entre o Banco Fugger e Carlos V na já citada obra *Carlos V y sus banqueros*. Merece ainda destaque o estudo de Rafael Termes Carreró intitulado *Carlos V y uno de sus banqueros: Jacobo Fugger*, Asociación de Caballeros del Monasterio de Yuste, Madrid 1993. Entre outras informações de interesse, Rafael Termes indica que um exemplo da posição preponderante dos Fugger como banqueiros de Carlos V é que "em Madrid existe uma rua cujo nome deriva dos Fugger. A *Calle de Fúcar*, versão espanholizada do nome destes banqueiros, fica entre a Atocha e a Moratín. Por outro lado, o *Diccionario de la Real Academia* contém, ainda hoje, o termo *fúcar* com o significado de 'homem muito rico' (p.25)".

[78] Os autores seguintes, entre outros, estudaram recentemente as contribuições de especialistas espanhóis para a teoria econômica: Murray N. Rothbard, "New Light on the Prehistory of the Austrian School", em *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Edward G. Dolan (ed.), Sheed & Ward, Kansas City

Seguindo um critério cronológico, o primeiro trabalho a considerar, e talvez o mais relevante para os nossos objetivos, é a *Instrucción de mercaderes* (Instrução aos comerciantes) do doutor Luis Saravia de la Calle publicada pela Medina de Campo em 1544. Saravia de la Calle faz críticas muito duras aos banqueiros, que classifica de "glutões vorazes, que comem tudo, destroem tudo, confundem tudo, roubam e mancham tudo, como as harpias de Pineu".[79] Diz que os banqueiros "vão para a rua e para a praça com mesa e cadeira e caixa e livro, como as rameiras vão para o bordel com a cadeira", e tendo obtido a licença e fiança obrigatórias pelas leis do reino, dedicam-se a obter depósitos

1976, pp. 52-74; e *An Austrian Perspective on the History of Economic Thought, vol. I: Economic Thought before Adam Smith*, Edward Elgar, Aldershot 1995, cap. 4, pp. 97-133; Lucas Beltrán, "Sobre los orígenes hispanos de la economía de mercado", em *Ensayos de economía política*, Unión Editorial, Madrid 1996, pp. 234-254; Marjorie Grice-Hutchinson, *The School of Salamanca: Readings in Spanish Monetary Theory 1544-1605*, Clarendon Press, Oxford 1952; *Early Economic Thought in Spain 1177–1740*, George Allen and Unwin, Londres 1978, e *Economic Thought in Spain: Selected Essays of Marjorie Grice-Hutchinson*, Laurence S. Moss e Christopher K. Ryan, eds., Aldershot, Edward Elgar, 1993; Alejandro A. Chafuen, *Christians for Freedom: Late-Scholastic Economics*, Ignatius Press, San Francisco 1986); e Jesús Huerta de Soto, "New Light on the Prehistory of the Theory of Banking and the School of Salamanca", *The Review of Austrian Economics*, vol. 9, n.º 2, 1996, pp. 59-81. A influência intelectual dos teóricos espanhóis da Escola de Salamanca sobre a Escola Austríaca não é, por outro lado, uma mera coincidência ou um puro capricho da história. Tem a sua origem e razão de ser nas íntimas relações históricas, políticas e culturais existentes entre Espanha e Áustria a partir de Carlos V e do seu irmão Fernando I e que se mantiveram durante vários séculos. A Itália teve um papel importantíssimo nessas relações, uma vez que funcionou como uma ponte cultural, econômica e financeira entre os dois extremos do Império (Espanha e Viena). A este respeito, ver o interessante livro de Jean Berenger, *El Imperio de los Habsburgo*, 1273-1918, Editorial Crítica, Barcelona 1993, especialmente as pp. 133-335.

[79] Saravia de la Calle, *Instrucción de mercaderes*, ob. cit., p. 180. Contudo, em todos estes trabalhos foi prestada muito pouca atenção ao estudo da doutrina dos escolásticos sobre o sistema bancário. Marjorie Grice-Hutchinson toca de leve sobre o assunto com uma citação quase literal de Ramón Carande (ver *The School of Salamanca*, ob. cit., pp. 7-8). Por sua vez, em *Carlos V y sus banqueros*, Ramón Carande limita-se a citar as observações de Tomás de Mercado sobre o sistema bancário nas pp. 297-298 do volume I. Alejandro A. Chafuen faz uma análise mais profunda, em que pelo menos recolhe as opiniões de Luís de Molina sobre o sistema bancário e expõe a questão de saber até que ponto os teóricos da Escola de Salamanca aceitaram ou não o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionária (ver especialmente as pp. 159 e 200 do seu livro *Economia y ética*). Outros trabalhos de interesse são os de Restituto Sierra Bravo, *El pensamiento social y económico de la Escolástica desde sus orígenes al comienzo del catolicismo social*, Consejo Superior de Investigaciones Científicas, Instituto de Sociología "Balmes", Madrid, 1975, em que no volume I (pp. 214-237) é feita uma análise, na nossa opinião muito parcial, das contribuições dos membros da Escola de Salamanca. De acordo com esta versão, alguns teóricos da Escola , como Domingo de Soto, Luís de Molina e até o próprio Tomás de Mercado, tenderam a aceitar o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário. No entanto, não menciona os trabalhos de outros membros da Escola, que, com maior fundamento teórico, mantiveram uma opinião radicalmente oposta. O mesmo comentário pode ser feito em relação à referência de Francisco G. Camacho nos prefácios que escreveu nas diferentes traduções para o castelhano das obras de Luís de Molina, particularmente na "Introdução" à *La teoría del justo precio*, Editora Nacional, Madrid, 1981 (especialmente as pp. 33-34). Esta versão da doutrina, segundo a qual alguns teóricos da Escola de Salamanca aceitaram o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário, foi grandemente influenciada por pelo artigo de Francisco Belda, S. J. intitulado "Ética de la creación de créditos según la doctrina de Molina, Lessio y Lugo" e publicado em *Pensamiento*, n.º 19, ano 1963, pp. 53-89. Pelas razões indicadas no texto, e que estudaremos com mais pormenor na epígrafe I do capítulo VIII, não concordamos com a interpretação feita por esses autores da doutrina da Escola de Salamanca em relação o sistema bancário.

do clientes, aos quais oferecem o serviço de contabilidade e caixa, fazendo os pagamentos solicitados a partir das contas dos clientes e, até, pagando juros por tais depósitos.

Com um bom raciocínio jurídico, Saravia de la Calle, refere que a existência de juros é incompatível com a natureza do depósito de dinheiro e que, em todo o caso, o banqueiro devia receber uma quota pela custódia ou guarda do dinheiro, chegando mesmo a repreender duramente os clientes que aceitam entrar em tais negócios com os banqueiros. Assim, afirma:

> E se disseres, mercador, não empresto dinheiro, mas sim o deposito, não há maior escárnio; pois quem já viu o depositário pagar? Sói ser pago pelo trabalho de salvaguardar o depósito. Ademais, caso confies o dinheiro ao aproveitador como empréstimo ou depósito, assim que receberdes uma parte do lucro, também ganharás uma parcela de culpa, a maior parte, na verdade.[80]

Saravia de la Calle faz ainda, no capítulo XII, a correta distinção entre as duas operações radicalmente distintas que são efetuadas pelos bancos. Por um lado, os depósitos à vista, nos quais os clientes confiam o dinheiro aos banqueiros sem quaisquer juros,

> De modo que está seguro e disponível para poder pagar a quem se deve, e para evitar a confusão e o trabalho de o contar e guardar, e também porque, por gratidão pela boa ação que fazem ao dar-lhes o dinheiro de graça, caso ocorra de não haver dinheiro em poder do banqueiro, este também aceitará alguns levantamentos a descoberto sem cobrar juros".[81]

Por outro lado, os depósitos a prazo, que são contratos muito diferentes dos anteriores. Não são senão verdadeiros empréstimos ou mútuos e se caracterizam por serem entregues ao banqueiro durante um período de tempo em troca de juros que Saravia de la Calle, seguindo a doutrina tradicional canonista a respeito da usura, condena. Além disso, no caso do contrato de depósito à vista, afirma claramente que os clientes devem pagar ao banqueiro "porque se depositam dinheiro, deviam pagar a custódia e não receber tantos lucros como a lei permite quando se deposita dinheiro ou outra propriedade que preci-

[80] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 181.

[81] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 195.

sa de ser guardada".[82] Saravia de la Calle critica também abertamente os clientes que, com egoísmo, tentam aproveitar-se da atividade ilegítima dos banqueiros, depositando o seu dinheiro com o intuito de obter juros de imediato: "não está livre de culpa, pelo menos venial, quem deposita o seu dinheiro com quem sabe que não o vai guardar, mas sim gastá-lo, como quem oferece uma donzela ao lascivo ou um manjar ao guloso".[83] E o depositante não poderá aliviar a sua consciência pensando que o banqueiro emprestará ou utilizará o dinheiro de outros mas não o seu:

> Acreditas que o banqueiro provavelmente guardará aquele dinheiro do depósito e não lucrará com ele; mas esta probabilidade não se pode ter de nenhum destes aproveitadores. Pelo contrário, o banqueiro há-de investi-lo e tentar lucrar com ele, porque como seria possível pagar 7 e 10 por cento de juros àqueles que lhe fornecem o dinheiro, se não o usasse? Mesmo que se tivesse demonstrado claramente que não tinhas pecado (o que não foi feito, pelo contrário), é quase certo que o banqueiro pecou, fazendo negócios com o teu dinheiro e, roubando a propriedade dos que estão próximos de ti com o teu dinheiro.[84]

É, pois, claríssima a doutrina de Saravia de la Calle, no que diz respeito ao fato de a utilização em benefício próprio, mediante a concessão de empréstimos, do dinheiro que é depositado à vista nos banqueiros ser ilegítima e pressupor um pecado grave. Esta doutrina coincide, como vimos, com a que foi estabelecida originalmente pelos autores clássicos do Direito Romano, e que se deriva naturalmente da própria essência, causa e natureza jurídica do contrato de depósito monetário irregular, que estudamos no capítulo I.

Saravia de la Calle descreve também de forma vívida os lucros desproporcionados que os banqueiros obtêm por meio da prática ilícita de se apropriarem dos depósitos dos clientes, em vez de se contentarem com os mais reduzidos proveitos que obteriam da mera guarda e custódia dos depósitos, como bons pais de família. Vejamos como se expressa de forma bastante ilustrativa:

> Caso recebêsseis salário, deveria ser moderado, e servir para vos sustentardes, e não tão excessivos roubos com os quais fazeis casas soberbas e comprais ricas herdades, ten-

[82] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 196.

[83] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 197.

[84] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 197.

> des custos familiares excessivos e criados e fazeis grandes banquetes e vestis custosamente, que quando vos assentastes a lucrar éreis pobres e deixastes ofícios pobres.[85]

Além disso, Saravia de la Calle explica que os banqueiros são muito propensos a falências, fazendo mesmo uma pequena análise teórica que demonstra claramente que, à fase de expansão proporcionada pela expansão artificial dos créditos concedidos por estes "aproveitadores", se segue inevitavelmente uma fase de recessão durante a qual a falta de pagamentos provoca a falência em cadeia dos bancos. E acrescenta que:

> Como o mercador não paga ao aproveitador, fá-lo falir, e assim tudo se perde. Como se sabe, estes aproveitadores são o princípio, a ocasião e até a causa de tudo isso, porque se não os houvesse, cada pessoa usaria o próprio dinheiro no que pudesse e não em mais, e, assim, as coisas valeriam o preço justo e não se cobraria mais do que o dinheiro vale. Por isso, seria muito proveitoso que os príncipes não os consentissem na Espanha, pois nenhuma outra nação do mundo os consente, e desterrassem esta pestilência da sua corte e do seu reino.[86]

Como sabemos, não é certo que nas outras nações as autoridades tenham tido mais sucesso do que na Espanha no que respeita ao controle da atividade dos banqueiros. Pelo contrário, sucedeu o mesmo mais ou menos em todo o lado e os governantes acabaram por conceder privilégios aos banqueiros para que estes pudessem utilizar em benefício próprio o dinheiro dos depositantes, em troca de poder, também eles, tirar proveito de um sistema bancário que lhes um dava financiamento muito mais rápido e fácil do que o derivado dos impostos.

Como conclusão da análise, Saravia de la Calle afirma que: "um cristão não deve, de maneira nenhuma, dar o seu dinheiro a estes aproveitadores, porque caso peque ao fazê-lo, como sempre acontece, deve parar para evitar pecar; e caso não peque, deve parar para evitar que peque o aproveitador". Além disso, acrescenta que se não se utilizarem os banqueiros, obter-se-á a vantagem adicional de os depositantes "não estarem em sobressalto de saber se o dito aproveitador suspende os pagamentos; caso vá à falência, como vemos tão comumente e permite o Nosso Senhor Deus que com coisas mal ga-

---

[85] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 186.

[86] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 190 (itálico acrescentado).

nhas se percam eles e os donos".[87] Como vemos, a análise de Saravia de la Calle, além de perspicaz e bem-humorada, é impecável e não cai em contradições, salvo talvez em insistir demasiado na crítica aos banqueiros mais pelo fato de cobrarem e pagarem juros, violando a proibição canônica de usura, do que pela apropriação indébita dos depósitos que lhes são confiados à vista pelos clientes.

Outro autor que analisa o contrato de depósito monetário irregular é Martín de Azpilcueta, mais conhecido como o "Doutor Navarro". No livro *Comentario resolutorio de cambios*, publicado pela primeira vez em Salamanca no final de 1556, Martín de Azpilcueta se refere expressamente à "depósito bancário para salvaguarda", que é a operação de depósito à vista de dinheiro que os bancos efetuam. Na verdade, para Martín de Azpilcueta, o depósito para salvaguarda ou contrato de depósito monetário irregular é completamente justo e consiste em o banqueiro ser:

> guarda, depositário e fiador de dinheiro, que lhe foi dado ou trocado para um qualquer propósito, por aqueles que lhe dão ou enviam; e em ser obrigado a pagar aos mercadores ou pessoas que os depositantes quiserem na forma que entenderem, [pelo que], licitamente, podem ganhar o salário justo, da república ou das partes depositantes; porque este ofício e esta responsabilidade são úteis para a república, e não existe iniquidade nenhuma, pois é justo que aquele que trabalha ganhe o seu salário. E o trabalho do banqueiro é receber, ter em depósito e disponível o dinheiro de tantos mercadores e escriturar e receber e entregar contas de uns e de outros, com muitas dificuldades, e às vezes perigo de erro nas contas e em outras coisas. O mesmo poderia ser feito com um contrato por meio do qual alguém ficasse obrigado a receber e guardar o dinheiro em depósito, dar, pagar e entregar contas de uns e de outros, conforme o combinado, etc., porque este contrato é o de assegurar outra pessoa para um trabalho, que é um contrato conhecido, justo e santo.[88]

Como vemos, para Martín de Azpilcueta, o contrato de depósito monetário irregular é um contrato absolutamente legítimo, que

[87] Saravia de la Calle, ob. cit., p. 198.

[88] Martín de Azpilcueta, *Comentario resolutorio de cambios*, Consejo Superior de Investigaciones Científicas, Madrid 1965, pp. 57-58. Para estudar as doutrinas do Doutor Navarro, trabalhei com a edição espanhola publicada por Andrés de Portonarijs em Salamanca em 1556 e com a edição portuguesa publicada por Ioam de Barreyra en Coimbra em 1560 com o título *Comentario resolutorio de onzenas*, em cujas pp. 77-80 se encontram recolhidas, em português, as passagens que incluímos no texto.

consiste em confiar a guarda, custódia ou depósito de dinheiro a um profissional, o banqueiro, que deverá ocupar-se da sua custódia como um bom pai de família, mantendo sempre o dinheiro à disposição do depositante e realizando por conta deste os serviços de caixa que lhe forem solicitados, daí que tenha direito a receber dos depositantes o correspondente pagamento pelos serviços prestados. De fato, para Martín de Azpilcueta, *são os depositantes que devem pagar ao depositário e nunca o inverso*. Os depositantes "pagam para compensar o trabalho e o cuidado que o cambista tem de receber e guardar o dinheiro", e, por isso, este deve exercer o "o ofício de forma limpa e contentando-se com o salário justo, recebendo-o daqueles que lhe devem, e cujo dinheiro guardam e cujas contas mantêm, e não daqueles que não lhe devem."[89] Acresce que, para evitar confusões e deixar as coisas bem claras, Martín de Azpilcueta, seguindo a mesma linha que vimos em Saravia de la Calle, condena expressamente os clientes que pretendem não pagar nada pelos serviços de custódia dos depósitos, e ainda receber, por eles, juros. Desta forma, o Doutor Navarro conclui que:

> Neste gênero de câmbio, não pecam apenas os cambistas, mas também os que lhes dão dinheiro para que o guardem e façam o acima referido. E depois não lhes querem pagar nada, dizendo que aquilo que ganham com o dinheiro e recebem daqueles que pagam em dinheiro é salário bastante. E se os cambistas lhes pedem alguma coisa, deixam-nos e passam a negociar com outros. Para que não os deixem, os banqueiros renunciam aos salários e recebem dinheiro daqueles que nada lhes devem.[90]

Por sua vez, Tomás de Mercado, na sua obra *Suma de tratos y contratos* (Compilação de acordos e contratos) (Sevilha, 1571), faz uma análise do sistema bancário que segue uma linha muito parecida com a dos autores anteriores. Em primeiro lugar, indica, seguindo a doutrina correta, que os depositantes devem pagar aos banqueiros o trabalho de guarda dos depósitos de dinheiro, concluindo que:

> é uma regra geral que todos os banqueiros possam receber um salário daqueles que depositam dinheiro no seu banco, uma quantia anual ou uma quantia por cada milhar depositado, uma vez que os banqueiros fazem um serviço e guardam a propriedade".[91]

---

[89] Martín de Azpilcueta, *Comentario resolutorio de cambios*, ob. cit., pp. 60-61.

[90] Martín de Azpilcueta, ob. cit., p. 61.

[91] Passagem retirada da edição do Instituto de Estudios Fiscales publicada em Madrid em 1977, com

Não obstante, Tomás de Mercado assinala ironicamente que os banqueiros da cidade de Sevilha são tão "generosos" que não cobram nada pela custódia dos depósitos: "os desta cidade, é certo, são realíssimos e afidalgados, pois não pedem nem recebem nenhum salário".[92] Tomás de Mercado observa que os banqueiros de Sevilha não têm necessidade de cobrar nada, pois com a grande quantidade de dinheiro que recebem em depósitos, realizam negócios particulares muito lucrativos. É importante realçar que, na nossa opinião, a análise de Tomás de Mercado não é mais do que a constatação de um fato, e não supõe qualquer tipo de aceitação da sua legitimidade, como diversos autores modernos (Restituto Sierra Bravo e Francisco G. Camacho, entre outros) parecem sugerir.[93] Pelo contrário, seguindo a mais pura doutrina romana e a essência da natureza jurídica do contrato de depósito monetário irregular analisada no capítulo I, Tomás de Mercado é o autor que demonstra mais claramente que a transmissão de propriedade que se dá no depósito irregular não implica uma correspondente transmissão da disponibilidade do *tantundem*, pelo que, na prática, não há uma transmissão plena de propriedade. A forma como se expressa é muito boa: "hão de entender [os banqueiros] que a moeda não é sua, mas alheia, e não é justo que, por se servirem dela, deixem de servir o seu dono". E acrescenta que os banqueiros devem obedecer a dois princípios básicos. O primeiro é:

> não despojarem o banco ao ponto de não serem capazes de pagar os levantamentos que forem necessários, porque, se não conseguirem pagá-los, por gastarem ou investirem dinheiro em negócios suspeitos ou outros, por certo pecam...

O segundo:

> que não se metam em negócios perigosos, pois pecam, mesmo que sejam bem sucedidos, pelo perigo em que se colocaram de não cumprir as responsabilidades e de prejudicar aqueles que neles confiaram.[94]

---

edição e introdução de Nicolás Sánchez Albornoz, vol. II, p. 479. Existe outra edição, de Restituto Sierra Bravo, publicada pela Editora Nacional em 1975, que inclui a passagem escolhida acima na p. 401. A edição original foi publicada em Sevilha em 1571 "en casa de Hernando Díaz Impresor de Libros, en la calle de la Sierpe".

[92] Tomás de Mercado, *Suma de tratos y contratos*, ob. cit., vol. II, p. 480 da edição do Instituto de Estudios Fiscales e p. 401 da edição de Restituto Sierra Bravo.

[93] Ver as obras de Restituto Sierra Bravo, Francisco Belda e Francisco García Camacho que citamos na nota 76.

[94] Tomás de Mercado, *Suma de tratos y contratos*, ob. cit., vol. II, p. 480 da edição do Instituto de Estudios Fiscales y p. 401 da edição de Restituto Sierra Bravo.

Embora seja certo que poderia interpretar-se que, com essas recomendações, Tomás de Mercado parece resignado a admitir a utilização de um certo coeficiente de reserva fracionária, é preciso ter em conta que o autor é categórico ao expor sua opinião jurídica segundo a qual, em última instância, o dinheiro dos depósitos não é dos banqueiros, mas dos depositantes, e ao afirmar ainda que nenhum dos banqueiros acate as recomendações: "mas como quando se ganha comodamente é muito difícil refrear a ganância, nenhum deles ouve estes avisos ou age de acordo com estas condições".[95] Por isso, considera muito positiva a disposição promulgada pelo imperador D. Carlos proibindo os banqueiros de fazerem negócios particulares, com o objetivo de eliminar a tentação de financiá-los com o dinheiro obtido dos depositantes.[96]

Por outro lado, no final do capítulo IV de *Suma de tratos y contratos*, Tomás de Mercado refere que os banqueiros de Sevilha são depositários do dinheiro e dos metais preciosos dos mercadores da frota das Índias e que com tão substanciais depósitos fazem "grandes investimentos" e obtêm lucros elevados. O autor não condena este tipo de atividade, embora a passagem em questão seja, de novo, mais a descrição de um estado de coisas do que uma análise da sua legitimidade, que realiza com muito mais profundidade no capítulo XIV, que já comentamos. Tomás de Mercado conclui ainda que os banqueiros "envolvem-se também em câmbios e cobranças, pois nesta república um banqueiro abarca um mundo e abraça mais do que o oceano, embora às vezes se aperte tanto que acaba por perder tudo".[97]

Os pensadores que mais se equivocaram no tratamento doutrinal do contrato de depósito monetário irregular foram Domingo de Soto e, sobretudo, Luis de Molina e Juan de Lugo. De fato, esses teóricos

---

[95] Tomás de Mercado, ob. cit., *Ibidem*.

[96] *Nueva Recopilación*, lei 12 do título 18 do livro 5, promulgada em Zamora a 6 de junho de 1554 por Carlos V, Dona Juana e o príncipe Felipe. Reza assim: "Porque ao terem os bancos públicos nos mercados de Medina del Campo, Rioseco e Villalón, e nas cidades, vilas e lugares destes reinos [...] [contratos e acordos] fora do tocante [...] [à sua missão específica a respeito da moeda], acabaram por suspender os pagamentos e por falir [...]; [para] remediar o acima mencionado, ordenamos que *de agora em diante se atenham ao seu dever específico*, e que as pessoas que tiverem os ditos bancos públicos [...] os possa ter apenas uma, mas que sejam pelo menos duas, [...] e que antes de [...] [exercer], dêem garantias suficientes" (itálico acrescentado). Note-se que, nesta disposição, se fala de bancos públicos não no sentido de que a titularidade seja pública, mas no sentido de que sendo privados tenham recebido depósitos do público em determinadas condições (mais de dois titulares, apresentando garantias, etc.). Ver: José Antonio Rubio Sacristán, "La fundación del Banco de Amsterdam (1609) y la banca de Sevilla", *Moneda y crédito*, Março de 1948.

[97] Esta é a citação de Mercado que Ramón Carande inclui na parte introdutória de sua análise sobre os banqueiros de Sevilha e a crise que os levou à falência, no vol. I de *Carlos V y sus banqueros*. Ver: Tomás de Mercado, *Suma de tratos y contratos*, ob. cit., vol. II, pp. 381-382 da edição de 1977 do Instituto de Estudios Fiscales e p. 321 da edição de Restituto Sierra Bravo.

deixaram-se influenciar pela tradição medieval dos glosadores, de que já falamos na seção 2 do presente capítulo, e em especial pela confusão doutrinal resultante da figura do *depositum confessatum*. De Soto e, especialmente, Molina consideram que o depósito irregular é apenas um empréstimo que transfere para o banqueiro não só a propriedade, mas também a disponibilidade do *tantundem*, pelo que se pode considerar legítima a utilização para conceder empréstimos, desde que estes se efetuem de forma "prudente". Pode dizer-se que Domingo de Soto foi o primeiro a defender, ainda que muito indiretamente, esta tese. Com efeito, no livro VI, questão XI, da sua obra *La justicia y el derecho* (A Justiça e o Direito) (1556), podemos ler que os banqueiros têm o:

> costume, segundo se diz, de responder por uma quantidade maior do que a depositada caso um mercador faça o depósito em dinheiro. Entregue dez mil ao cambista; pois ele responderá por doze, talvez quinze; porque ter dinheiro vivo é muito lucrativo para o cambista. E não há nenhum mal nisso.[98]

Outro caso de criação de créditos que Domingo de Soto parece admitir é o do empréstimo na forma de desconto de letras, financiadas via os depósitos dos clientes.

Porém, foi o jesuíta Luis de Molina, o autor que sustentou de modo mais claro a doutrina equivocada em relação ao contrato de depósito monetário irregular efetuado pelos bancos.[99] Efetivamente, na obra *Tratado sobre os câmbios* (1597), Molina defende a doutrina medieval segundo a qual o depósito irregular é um contrato de empréstimo ou mútuo a favor do banqueiro, em que se transfere não só a propriedade mas também a disponibilidade integral do *tantundem*, pelo que o banqueiro pode utilizá-lo legitimamente em benefício próprio, na forma de empréstimos ou qualquer outra. Vejamos como expõe a sua tese:

---

[98] "*Habet autem praeterea istorum usus, ut fertur si mercatorum quispiam in cambio numeratam pecuniam deponat, campsor pro maio ri illius gratia respondeat. Numeravi campsori dece milia: fide habebo apud ipsum & creditu pro duodecim, & forfam pro quim decim: qui capsori habere numerata pecuniam bonum est lucrum. Neq, vero quicq vitij in hoc foedere apparet.*" Domingo de Soto, *De iustitia et iure*, Andreas Portonarijs, Salamanca 1556, Livro VI, questão XI, artigo único, p. 591. Edição do Instituto de Estudios Políticos, Madrid 1968, vol. III, p. 591. Para Restituto Sierra Bravo (*El pensamiento social y económico de la Escolástica*, ob. cit., p. 215), nesta frase de Domingo de Soto está implícita a admissão do sistema bancário com um coeficiente fracionário de reservas.

[99] É muito significativo que vários autores, entre eles Marjorie Grice-Hutchinson, hesitem em colocar Luis de Molina entre os teóricos da Escola de Salamanca: "*The inclusion of Molina in the School seems to me now to be more dubious.*" Marjorie Grice-Hutchinson, "The Concept of the School of Salamanca: Its Origins and Development", cap. 2 de *Economic Thought in Spain: Selected Essays of Marjorie Grice-Hutchinson*, ob. cit., p. 25. Na minha opinião, o núcleo da Escola de Salamanca é nitidamente dominicano, pelo menos em matérias bancárias, e é preciso distingui-lo do grupo desviacionista e muito menos rigoroso dos teólogos jesuítas.

> porque estes banqueiros, como todos os outros, são os verdadeiros donos do dinheiro que está depositado nos bancos, no que se diferenciam muito dos outros depositários [...] de modo que o recebem como empréstimo a título precário e, por conseguinte, por sua conta e risco.

Mais adiante, de maneira ainda mais clara, afirma que:

> tal depósito é realmente um empréstimo, como já foi dito, e a propriedade do dinheiro depositado passa para o banqueiro, pelo que em caso de perda, a perda é do banqueiro".[100]

Esta posição contradiz a doutrina defendida pelo próprio Luis de Molina em *Tratado sobre los préstamos y la usura*, onde adverte que o prazo é um elemento essencial de todo o contrato de empréstimo e que se não tiver determinada expressamente a duração e uma data de devolução, "haverá que aceitar a decisão do juiz sobre quanto tempo se poderá retê-lo."[101] Além disso, Luis de Molina ignora todos os argumentos que apresentamos no capítulo I para demonstrar que o contrato de depósito irregular não tem nada que ver, na sua natureza e essência jurídica, com o contrato de empréstimo ou mútuo. Assim, a tentativa doutrinal de identificar cada um dos contratos implica uma claro retrocesso não só em relação as posições de Saravia de la Calle e de Martín Azpilcueta, muito mais coerentes, mas também em relação à verdadeira natureza jurídica do contrato tal como já havia sido expressa pela ciência jurídica romana. É, pois, curioso que uma mente com a clareza e a profundidade de Luis de Molina não se tivesse apercebido quão perigoso era aceitar a violação dos princípios gerais do direito sobre o depósito irregular e tivesse afirmado que "nunca sucede que todos os depositantes precisem do dinheiro de tal forma que não deixem em depósito muitos milhares de ducados com os quais os banqueiros possam negociar para seu proveito ou perda".[102] Não percebe que assim não só se viola o objetivo ou causa essencial do contrato (a guarda ou custódia), como se incentiva todo o tipo de negócios ilícitos e abusos que inexoravelmente geram a recessão econômica e a falência dos bancos. Sem cumprir o princípio tradicional do Direito que exige a custódia contínua do *tantundem* a favor do depositante, não existe nenhum

---

[100] Luis de Molina, *Tratado sobre los cambios*, edição e introdução de Francisco Gómez Camacho, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid 1991, pp. 137-140. A edição original foi publicada em Cuenca em 1597.

[101] Luis de Molina, *Tratado sobre los préstamos y la usura*, edição e introdução de Francisco Gómez Camacho, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid 1989, p. 13. A edição original foi publicada em Cuenca em 1597.

[102] Luis de Molina, *Tratado sobre los cambios*, ob. cit., p. 137.

guia claro para evitar que os banqueiros cheguem à falência. Além disso, é óbvio que sugestões tão vagas e superficiais como a de "tentar atuar com prudência" ou "não entrar em negócios perigosos" não são suficientes para evitar os efeitos econômicos e sociais muito prejudiciais das atividades bancárias com reserva fracionária. Em todo o caso, Luis de Molina preocupa-se, pelo menos, em assinalar que:

> Há que se advertir que [os banqueiros] pecam mortalmente caso usem tão grande quantidade de dinheiro que têm em depósito nos negócios que se vejam logo incapacitados de entregar no momento oportuno os montantes que os depositantes pedem ou mandam pagar com base no dinheiro que têm depositado [...] pecam também mortalmente caso se dediquem a negócios que possam levar a uma situação que ponha em risco o pagamento dos depósitos. Por exemplo, se enviam tantas mercadorias para ultramar que, em caso de naufrágio, ou de captura por piratas, fiquem impossibilitados de pagar os depósitos mesmo que vendam o próprio patrimônio. *E não pecam mortalmente apenas quando o negócio acaba mal, mas também quando é concluído favoravelmente. E isso devido ao perigo a que se expuseram de prejudicar os depositantes e fiadores que eles próprios trouxeram para os depósitos*.[103]

Consideramos esta advertência admirável de Luis de Molina, como admirável nos parece que não se tenha apercebido de que a mesma é, em última instância, intimamente contraditória com a aceitação expressa da atividade bancária com reserva fracionária realizada com prudência. Na verdade, independentemente da prudência dos banqueiros, a única maneira de evitar os riscos e sempre garantir a disponibilidade do dinheiro aos depositantes é manter um coeficiente de caixa de 100% em todos os momentos.[104]

---

[103] Luis de Molina, *Tratado sobre los cambios*, ob. cit., p. 138-139 (itálico acrescentado).

[104] Depois de Molina, o principal especialista com uma visão análoga em relação aos negócios bancários é o também jesuíta Juan de Lugo, o que, em nossa opinião, mostra que, em matéria bancária, existiam duas correntes dentro da Escola de Salamanca: uma "monetária", doutrinalmente sólida e correta, a que pertenceriam Saravia de la Calle, Martín de Azpilcueta e Tomás de Mercado; outra "bancária", mais propensa a cair nas veleidades da doutrina inflacionista e do coeficiente de reserva fracionário, representada por Luís de Molina, Juan de Lugo e, em muito menor medida, Domingo de Soto. No capítulo VIII, teremos a oportunidade de apresentar esta tese com mais profundidade. Por ora, resta-nos acrescentar que Juan de Lugo seguiu os passos de Luis de Molina, sendo especialmente clara sua advertência aos banqueiros: "*Qui bene advertit, eivsmodi bancarios depositários peccare graviter, & damno subsequuto, cum obligatione restituendi pro damno, quoties ex pecuniis apud se depositis tantam summam ad suas negotiationes exponunt, ut inhabiles maneant ad solvendum deposentibus, quando suo tempore exigent. Et idem est, si negotiationes tales aggrediantur, ex quibus periculum sit, ne postea ad paupertatem redacti pecunias acceptas reddere non possint, v.g. si euenrus ex navigatione periculosa dependeat, in qua navis hostium, vel naufragij periculo exposita sit, qua iactura*

5

Uma nova tentativa de desenvolver o sistema bancário de forma legítima: o Banco de Amsterdã. O desenvolvimento dos bancos nos séculos XVII e XVIII

O Banco de Amsterdã

A última tentativa séria de estabelecer um banco baseado nos princípios gerais do Direito em relação ao depósito monetário irregular, bem como em um sistema eficaz de controle governamental que defendesse os direitos de propriedade dos depositantes, foi a constituição do Banco Municipal de Amsterdã em 1609. Este banco surge depois de uma fase de grande confusão monetária e de exercício fraudulento (sem coeficiente de caixa de 100 %) da atividade bancária por parte dos bancos privados. Com o objetivo de acabar com esse estado de coisas e de pôr ordem nas relações financeiras, o Banco de Amsterdã começou a operar no dia 31 de Janeiro de 1609 com a denominação de Banco de Câmbios.[105] A principal peculiaridade do Banco de Amsterdã é que se baseou, desde a fundação, no cumprimento estrito dos princípios universais do Direito que regem o contrato de depósito monetário irregular; mais concretamente, do princípio segundo o qual, no contrato de depósito monetário irregular, a obrigação do banco depositário consiste em manter constantemente a disponibilidade do *tantundem* a favor do depositante, ou seja, em manter sempre um coeficiente de caixa de 100 % no que diz respeito aos depósitos recebidos "à vista". Com esta medida pretendia desenvolver-se o sistema bancário de forma legítima e evitar os abusos e as falências que historicamente estavam acontecendo em todos os países nos quais o estado não se tinha preocupado em declarar ilegal e em proibir a apropriação indébita do dinheiro depositado à vista nos bancos, acabando, na maior parte dos casos, por lhes conceder todo o tipo de privilégios e licenças para a operação fraudulenta, em troca da oportunidade de tirar proveito fiscal dessa atividade.

---

sequunta, ne ex propio quidem patrimonio solvere possint, sed in creditorum, vel fideiussorum damnum cedere debet.". R.P. Joannis de Lugo Hispalensis, S.I., *Disputationum de iustitia et iure tomus secundus*, Sumptibus Petri Prost, Lyon 1642, Disp. XXVIII, sec. V, pp. 406-407.

[105] Quanto à curiosa referencia aos bancos públicos de Sevilha (e Valência) como modelo a seguir (1) pelo Banco de Amsterdã, incluída em uma petição dos comerciantes mais representativos da Holanda ao Conselho Municipal de Amsterdã, ver José Antonio Rubio Sacristán, "La fundación del Banco de Amsterdam (1609) y la banca de Sevilla", ob. cit.

Durante um período muito prolongado, de mais de cento e cinquenta anos, o Banco de Amsterdã cumpriu escrupulosamente o compromisso que serviu de base à sua fundação. Existem provas que demonstram que durante os primeiros anos de existência do banco, entre 1610 e 1616, tanto os depósitos do banco como as reservas de dinheiro atingiam o valor de quase um milhão de florins. De 1619 a 1635, os depósitos chegavam perto dos 4 milhões de florins e as reservas de dinheiro eram superiores a três milhões e quinhentos mil. Após este pequeno desequilíbrio, a estabilidade é restaurada em 1645 com onze milhões e oitocentos mil florins de depósitos e onze milhões e oitocentos mil florins de reservas em dinheiro. O equilíbrio se mantêm sem grandes alterações, e, já no século XVIII, em 1721-1722, existiam vinte e oito milhões de florins de depósitos e um montante quase equivalente de reservas em dinheiro, quase vinte e sete milhões. Este grande crescimento dos depósitos do banco de Amsterdã deveu-se, entre outras razões, ao papel de refúgio de capitais provenientes da louca especulação inflacionista produzida pelo sistema de John Law nos anos vinte do século XVIII na França, de que falaremos mais adiante. Assim se manteve até 1772, com um nível de vinte e oito milhões de florins tanto de depósitos como de reservas em dinheiro. Como é óbvio, durante todo este período, *na prática, o Banco de Amsterdã manteve um coeficiente de caixa de 100* %, o que permitiu que, em todas as crises, fosse capaz de fazer frente à retirada de todos os florins cuja devolução foi solicitada em forma de dinheiro vivo, como foi o caso em 1672, ano em que o pânico decorrente da ameaça francesa deu origem a uma retirada maciça do dinheiro dos bancos holandeses, que, na sua maioria se viram obrigados a suspender os pagamentos (foi o que aconteceu com os bancos de Roterdã e Middleburg). O Banco de Amsterdã não teve, como é lógico, qualquer dificuldade em devolver os depósitos, o que resultou na confiança crescente e definitiva na sua solidez, convertendo-o em um objeto de admiração do mundo economicamente civilizado de então. Pierre Vilar assinala que, em 1699, o embaixador da França escreveu em um relatório ao seu Rei que:

> Amsterdã é sem dúvida de todas as cidades das Províncias Unidas, a mais importante pela grandeza, riquezas e extensão do comércio. Há poucas cidades na Europa que possam igualá-la nestes dois últimos aspectos; o comércio se estende pelas duas partes do mundo e as riquezas são tão grandes que durante a guerra fornecia até cinquenta milhões por ano ou ainda mais.[106]

---

[106] Pierre Vilar, *Oro y moneda en la historia (1450-1920)*, Editorial Ariel, Barcelona 1972, p. 291. As referências aos montantes de depósitos e aos coeficientes recolhidos no texto encontram-se também neste livro

E ainda em 1802, altura em que, como veremos, começou a corromper-se e a violar os princípios que serviram à sua fundação, o Banco de Amsterdã conservava um enorme prestígio, ao ponto de o cônsul de França em Amsterdã chegar a afirmar que:

> No fim da guerra marítima que reteve nas colônias espanholas e portuguesas os tesouros provenientes das suas minas, a Europa encontra-se, de súbito, inundada de ouro e prata, em uma proporção muito superior às necessidades e que diminuiria o seu valor se fosse posta em circulação de uma só vez. O que fizeram os habitantes de Amsterdã neste caso? Depositaram estes metais em lingotes no Banco, *onde ficaram guardados e disponíveis por um preço módico*, e tiraram-nos pouco a pouco para enviá-los para diferentes países à medida que o aumento da taxa de câmbio indicava a necessidade dos mesmos. Assim, estes valores, cuja afluência demasiado rápida teria feito subir em demasia o preço de todas as coisas, para prejuízo de todos quantos dispõem de rendimentos fixos e limitados, foram sendo distribuídos gradualmente por uma multiplicidade de canais, animando a indústria e facilitando e incitando os intercâmbios. Desta forma, o Banco de Amsterdã não limitava a sua ação aos interesses particulares dos negociantes da cidade; *toda a Europa lhe devia uma maior estabilidade nos preços, um equilíbrio nos intercâmbios e uma proporção mais constante entre os dois metais que servem de moeda; e pode dizer-se que se o banco não se tivesse restabelecido faltaria um recurso fundamental à grande máquina do comércio e da economia política do mundo civilizado*."[107]

Vemos, portanto, que o Banco de Amsterdã não se propôs obter lucros desproporcionados utilizando fraudulentamente os depósitos. Em vez disso, e em consonância com as sentenças de Saravia de la Calle e de outros autores de que falamos, contentava-se com a obtenção de modestos lucros decorrentes dos direitos que cobrava pela custódia dos depósitos, bem como com o pequeno rendimento obtido

---

nas pp. 292-293. Outros bancos europeus criados de acordo com o modelo do Banco de Amsterdã foram o Banco de Veneza e o Banco de Hamburgo, ambos fundados em 1619. Embora o primeiro tenha acabado por não cumprir a obrigação estrita de custódia e desaparecido em 1797, o Banco de Hamburgo teve um comportamento mais regular, sobrevivendo até à fusão com o Banco da Alemanha em 1873. J.K. Ingram, "Banks, Early European", em *Palgrave's Dictionary of Political Economy*, Henry Higgs (ed.), Macmillan, Londres 1926, vol. I, pp. 103- 106.

[107] Pierre Vilar, ob. cit., p. 293-294 (itálico acrescentado).

no câmbio de dinheiro e na venda de barras de metal cunhado. Estes rendimentos eram mais do que suficientes para fazer frente aos gastos de funcionamento e administração do banco e manter uma instituição honesta e cumpridora de todos os seus compromissos.

Outra evidência do grande prestígio do Banco de Amsterdã é, por exemplo, a referência que lhe é feita nos estatutos do Banco de São Carlos em 1782. Apesar deste banco ter sido criado sem as garantias do de Amsterdã, e precisamente com o objetivo de utilizar os depósitos, prestígio e confiança para ajudar a Fazenda Pública, não deixou de ser influenciado pelo grande prestígio do banco holandês. Assim, no seu artigo XLIV estabelece que os particulares podem ter depósitos ou:

> fundos equivalentes em dinheiro no mesmo banco, o que será permitido a qualquer pessoa que guardar aí o seu dinheiro, seja para contabilizá-lo seja para levantá-lo sucessivamente, e desta forma estarão isentos de fazer pagamentos por si próprios, sendo as suas letras aceites como pagáveis ao banco. No primeiro encontro, os acionistas determinarão a quantidade por milhar que os comerciantes deverão pagar ao banco pelos depósitos, *conforme o que se pratica na Holanda*, e estabelecerão as demais provisões convenientes ao melhor despacho dos descontos e das reduções.[108]

David Hume e o Banco de Amsterdã

Um sinal do enorme prestígio do banco de Amsterdã, não só entre os comerciantes, mas também entre os especialistas e intelectuais, é a referência explícita de David Hume a este banco no seu ensaio *Of Money*. O ensaio foi publicado pela primeira vez, juntamente com outros, no livro *Political Discourses*, em Edimburgo, em 1752. Nele, Hume mostra-se contrário ao papel-moeda, considerando que a única política financeira solvente é a que obriga os bancos a manter 100 % de coeficiente de caixa, em conformidade com os princípios tradicionais do Direito que regem o depósito monetário irregular. David Hume conclui que:

[108] Passagem retirada de um exemplar da *Real Cédula de S.M. y Señores del Consejo, por la qual se crea, erige y autoriza un Banco nacional y general para facilitar las operaciones del Comercio y el beneficio público de estos Reynos y los de Indias, con la denominación de Banco de San Carlos baxo las reglas que se expresan,* impressa por D. Pedro Marín em Madrid, no ano de 1782, pp. 31-32 (itálicos acrescentados). Existe um magnífico estudo sobre a história do Banco de San Carlos de Pedro Tedde de Lorca, publicado com o título de *El banco de San Carlos* (1782-1829) pelo Banco de Espanha e Alianza Editorial, Madrid 1988.

> *To endeavour artificially to encrease such a credit, can never be the interest of any trading nation; but must lay them under disadvantages, by encreasing money beyond its natural proportion to labour and commodities, and thereby heightening their price to the merchant manufacturer. And in this view, it must be allowed*, that no bank could be more advantageous, than such a one as locked up all the money it received, and never augmented the circulating coin, as is usual, by returning part of its treasure into commerce. A public bank, by this expedient, might cut off much of the dealings of private bankers and money jobbers; and though the state bore the charge of salaries to the diretors and tellers of this bank (for, according to the preceding supposition, it would have no profit from its dealings), the national advantage, resulting from the low price of labour and the destruction of paper credit, would be a sufficient compensation.[109]

Embora Hume não esteja completamente correto quando afirma que o banco não teria proveitos, pois podia cobrir os custos operacionais com os direitos de custódia que cobrasse e, inclusive, obter lucros modestos como acontecia, de fato, com o Banco de Amsterdã, sua análise é categórica e demonstra que quando defendia a criação de um banco público deste tipo, tinha em mente o exemplo do Banco de Amsterdã e os bons resultados que vinha tendo há mais de cem anos. Acresce ainda que, na terceira edição da sua obra, com o título *Essays and Treatises on Several Subjects*, publicada em quatro volumes em Londres e Edimburgo, 1753-1754, Hume acrescentou na parte do texto em que diz que: *"no bank could be more advantageous, than such a one as locked up all the money it received"*, em uma nota de rodapé (número 4) afirma que: *"This is the case with the Bank of Amsterdam"*. Parece que com esta nota de rodapé Hume quis afirmar uma vez mais, e agora de forma expressa, que o seu modelo ideal de atividade bancária era o do Banco de Amsterdã. O autor escocês não foi, porém, completamente

[109] Passagem das pp. 284-285 da excelente reedição de David Hume, *Essays: Moral, Political and Literary*, editada por Eugene F. Miller e publicada por Liberty Fund, Indianapolis 1985 (itálico acrescentado). A tradução para português pode ser: "Tentar aumentar artificialmente tal crédito nunca pode ser o interesse de nenhuma nação; antes, pode trazer-lhe desvantagens, ao aumentar o dinheiro além da proporção natural em relação à mão-de-obra e às mercadorias, e assim elevar o preço para o fabricante-comerciante. E, nesta perspectiva, deve admitir-se que nenhum banco poderia apresentar mais vantagens do que aquele que trancasse todo o dinheiro recebido, e nunca aumentasse a moeda em circulação, como é habitual fazer-se, devolvendo parte do tesouro ao comércio. Um banco público, por meio desse recurso, podia eliminar grande parte das operações dos banqueiros privados e agiotas; e, embora o estado suportasse o peso dos salários aos diretores e caixas deste banco (uma vez que, de acordo com a suposição anterior, o banco não obteria lucros de suas operações), a vantagem para a nação que resultaria do preço reduzido da mão-de-obra e da destruição do papel-crédito, seria compensação suficiente."

original na sua proposta. Antes dele, já Jacob Vanderlint (1734) e, sobretudo, o encarregado da casa real da moeda, Joseph Harris, para o qual os bancos eram convenientes, desde que *"issued no bills without an equivalent in real treasure"*,[110] tinham defendido um coeficiente de reservas de 100 % para os negócios bancários.

Sir James Steuart, Adam Smith e o Banco de Amsterdã

Uma análise de grande interesse de um autor contemporâneo sobre o funcionamento do Banco de Amsterdã é a de Sir James Steuart no seu tratado publicado em 1767 com o título *An Enquiry into the Principles of Political Economy: Being an Essay on the Science of Domestic Policy in Free Nations*, em cujo capítulo 39 do volume II é apresentado um estudo sobre a *"circulation of coin through the Bank of Amsterdam"*. De acordo com Steuart: *"every shilling written in the books of the bank is actually locked up, in coin, in the bank repositories"*. O que não impede que:

> *Although, by the regulations of the bank, no coin can be issued to any person who demands it in consequence of his credit in bank; yet I have not the least doubt, but that both the credit written in the books of the bank, and the cash in the repositories which balances it, may suffer alternate augmentations and diminutions, according to the greater or less demand for bank money*.[111]

Em todo o caso, Steuart aponta que as atividades do banco são conduzidas com o máximo segredo (*"are conducted with greatest secrecy"*) em consonância com a tradicional falta de transparência do sistema bancário, particularmente importante em um caso como o do Banco de Amsterdã, cujos estatutos e funcionamento exigiam a manutenção contínua de um coeficiente de caixa de 100 por cento. Se Steuart estava certo e este coeficiente era por vezes, violado, era lógico que, nessas

---

[110] "Não emitam notas sem o seu equivalente real em metais preciosos." Citado por Murray N. Rothbard, *An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, vol. I: *Economic Thought before Adam Smith*, ob. cit., pp. 332-335 y 462 (p. 508 da edição espanhola de 1999, ob. cit.).

[111] Citação retirada da edição original publicada por A. Miller & T. Cadell in the Strand, Londres 1767, vol. II, p. 301. A tradução para português poderia ser: "Cada xelim registado nos livros do banco é realmente fechado à chave, em moeda, nos depósitos do banco. Embora, de acordo com os regulamentos do banco, não se possa entregar moeda a qualquer pessoa que a solicite como consequência do seu crédito no banco; não tenho a menor dúvida, de que tanto o crédito registado nos livros do banco, como o dinheiro nos depósitos que o compensa, pode sofrer aumentos e diminuições alternadas, conforme a maior ou menor procura de dinheiro do banco." Antes de Steuart, podemos encontrar uma análise mais resumida sobre o funcionamento do Banco de Amsterdã no famoso livro do abade Ferdinando Galiani, *Della moneta*, edição original de Giuseppe Raimondi, Nápoles 1750, pp. 326-328.

alturas, o Banco de Amsterdã tentasse ocultar tal fato.

Apesar de haver indícios de que já a partir de finais dos anos setenta do século XVIII o Banco de Amsterdã tinha começado a violar os princípios sobre os quais tinha sido fundado, ainda em 1776, Adam Smith, na obra *A Riqueza das Nações*, afirmava que:

> *The Bank of Amsterdam professes to lend out no part of what is deposited with it, but, for every guilder for which it gives credit in its books, to keep in its repositories the value of a guilder either in money or bullion. That it keeps in its repositories all the money or bullion for which there are receipts in force, for which it is at all times liable to be called upon, and which, in reality, is continually going from it and returning to it again, cannot well be doubted. . . At Amsterdam no point of faith is better established than that for every guilder, circulated as bank money, there is a correspondant guilder in gold or silver to be found in the treasure of the bank*.[112]

Adam Smith continua, dizendo que a própria cidade garantia o funcionamento assim descrito do Banco de Amsterdã e que este era dirigido por quatro burgomestres que mudavam todos os anos. Cada burgomestre visitava os cofres, comparava o conteúdo em dinheiro vivo com as entradas de notas e depósitos registadas nos livros e declarava sob juramento, com grande solenidade, que ambos coincidiam. Adam Smith aponta ironicamente que "*in that sober and religious country oaths are not yet disregarded*".[113] Termina o seu comentário acrescentando que todas esta práticas são suficientes para garantir a absoluta segurança dos depósitos no banco, o que foi demonstrado nas diferentes revoluções políticas que afetaram a Holanda, e nas quais nenhum partido político pôde acusar o anterior de infidelidade na administração do banco. Assim, como exemplo, Adam Smith refere que mesmo em 1672, altura em que o rei da França chegou até Utrecht e a Holanda estava em perigo de ser conquistada por uma potência estrangeira, o Banco de Amsterdã

---

[112] Passagem citada diretamente da edição original inglesa de Adam Smith *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, publicada por W. Strahan & T. Cadell, in the Strand, Londres 1776, vol. II. pp. 72-73. A tradução para português poderia ser: "O Banco de Amsterdã assegura que não emprestará nenhuma parte do que se deposita, mas, por cada florim registado como crédito nos livros, manterá nos seus depósitos o valor de um florim, seja em dinheiro, seja em ouro. Que manterá nos seus depósitos todo o dinheiro ou ouro para os quais houver recibos em vigor, e pelo qual é responsável e terá de responder, e que, na realidade, sai e retorna continuamente, não se pode duvidar [...] Em Amsterdã, não há melhor dogma de fé do aquele que diz que por cada florim que circula como dinheiro bancário, há o florim correspondente em ouro ou prata no tesouro do banco".

[113] "Nesse país sóbrio e religioso, ainda se respeitam os juramentos." Adam Smith, ob. cit., p. 73.

pagou todos os depósitos à vista reclamados, o que, como já afirmamos anteriormente, reforçou ainda de forma mais impressionante a confiança pública na absoluta solvência do banco.

Como prova adicional de que o Banco de Amsterdã mantinha um coeficiente de caixa de 100%, Adam Smith relata a anedota segundo a qual as moedas que tinham sido retiradas do mesmo apareciam danificadas pelo fogo que afetou o edifício do banco pouco depois de ter sido criado em 1609, o que mostrava que essas moedas tinham permanecido no banco por mais de cinquenta anos. Por fim, Smith, em perfeita consonância com a verdadeira natureza jurídica do contrato de depósito irregular, que exige que sejam os depositantes a pagar ao banco, indica que o rendimento do banco procedia dos direitos de custódia:

> *The City of Amsterdam derives a considerable revenue from the bank, besides what may be called the warehouse-rent above mentioned, each person, upon first opening an account with the bank, pays a fee of ten guilders, and for every new account three guilders three stivers; for every transfer two stivers; and if the transfer is for less than three hundred guilders, six stivers, in order to discourage the multiplicity of small transactions.*[114]

Além desta, Adam Smith refere outras fontes de rendimento que já citamos, como as derivadas do câmbio de moeda e da gestão de ouro e prata em barra.

Infelizmente, na década de oitenta do século XVIII, o Banco de Amsterdã começou a violar de forma sistemática os princípios jurídicos sobre os quais se tinha fundado, ficando demonstrado que, a partir da quarta guerra anglo-holandesa, o coeficiente de caixa se reduziu substancialmente, dado que a cidade de Amsterdã exigiu ao banco o empréstimo de grande parte dos seus depósitos para fazer frente à crescente despesa pública. Assim, nessa altura, os depósitos acresciam a vinte milhões de florins, ao passo que o montante de moeda em caixa era de apenas quatro milhões, o que indica que, além de violar o princípio essencial de custódia sobre o qual se tinha fundado e que lhe permitiu viver mais de cento e setenta anos, o coeficiente de caixa tinha baixado de 100% para menos de 25%. Isto significou a perda definitiva do antigo prestígio do Banco de Amsterdã: a partir dessa

---

[114] Adam Smith, *Ibidem*, p. 74. A tradução para português poderia ser: "A cidade de Amsterdã obtém rendimentos consideráveis do banco, além do direito de custódia referido anteriormente, cada pessoa, ao abrir pela primeira vez uma conta no banco, paga uma taxa de dez florins, e por cada conta nova, três florins, três *stivers*; por cada transferência, dois *stivers*; e se a transferência é de menos de trezentos florins, seis *stivers*, para desencorajar a multiplicidade de pequenas transações".

data deu-se uma diminuição gradual dos depósitos, até que em 1820 não alcançavam sequer os cento e quarenta mil florins.[115] Com o desaparecimento do Banco de Amsterdã como o último banco com um coeficiente de caixa de 100%, desaparecem na história as tentativas de criar bancos baseados nos princípios gerais do Direito e a primazia financeira de Amsterdã foi substituída pelo sistema financeiro que se desenvolvera no Reino Unido, baseado na expansão de créditos, depósitos e papel-moeda, muito mais instável e insolvente.

Os Bancos da Suécia e da Inglaterra

O Banco de Amsterdã serviu de precedente ao Banco de Estocolmo (Riksbank), que começou a funcionar em 1656, dividido em dois departamentos: um dedicado à custódia de depósitos com 100% de coeficiente de caixa, seguindo o exemplo do Banco de Amsterdã, e outro dedicado aos empréstimos. Embora se pudesse supor que os departamentos fossem operar isoladamente, na prática, estavam separados apenas no papel e não tardou que o Banco de Estocolmo tivesse deixado de atuar de acordo com os princípios tradicionais do Banco de Amsterdã.[116] Este banco foi absorvido pelo estado sueco em 1668, convertendo-se, portanto, no primeiro banco estatal do mundo moderno.[117] Além de ter violado os princípios do depósito irregular por que se guiava o Banco de Amsterdã, o Banco de Estocolmo iniciou uma nova atividade fraudulenta de forma sistemática: a emissão de notas do banco ou certificados de depósito com um valor superior aos depósitos em dinheiro realmente recebidos. Surgem assim, pela primeira vez, as notas de banco e o "negócio" bancário consistente de emissão de notas com valor superior aos depósitos recebidos. Com o tempo, esta atividade viria a tornar-se o sistema bancário por excelência, especialmente nos séculos seguintes, durante os quais a emissão de notas de banco chegou a enganar os especialistas, que não se deram conta que os efeitos eram idênticos aos da expansão artificial do crédito e dos depósitos, que, como notou A. P. Usher, tinha constituído o núcleo do exercício dos bancos desde as origens históricas.

Por sua vez, o Banco de Inglaterra foi criado originalmente em 1694, tomando como modelo o Banco de Amsterdã, devido à grande influên-

---

[115] Pierre Vilar, *Oro y moneda en la historia (1450-1920)*, ob. cit., p. 293. Uma análise da corrupção do Banco de Amsterdã a partir de finais do século XVIII pode ser encontrada em Knut Wicksell, *Lectures in Political Economy*, Routledge, Londres, 1935, vol. 2, pp. 75 e 76.

[116] Neste sentido, como bem assinala Charles P. Kindleberger (*Historia financeira de Europa*, ob. cit., p. 71), a organização do Riksbank foi um precedente da organização que dois séculos depois a Lei de Peel de 1844 pretendeu dar ao Banco de Inglaterra.

[117] Precisamente para celebrar o tricentenário do Banco da Suécia, foi constituído um fundo para conceder anualmente, a partir de então, um Prêmio Nobel da Economia.

cia que a Holanda tinha sobre a Inglaterra depois da ascensão da casa de Orange à coroa britânica. No entanto, este banco não foi criado com as mesmas garantias legais de custódia do Banco de Amsterdã e tinha como objetivo primordial, desde o princípio, ajudar o financiamento das despesas públicas. Por isso, embora o Banco de Inglaterra tenha pretendido acabar com os abusos dos banqueiros privados e do governo, que até então se tinham repetido sistematicamente na Inglaterra,[118] nunca conseguiu, na prática, alcançar esse objetivo. Assim, o Banco de Inglaterra, apesar do papel privilegiado como banco do governo, de ter o monopólio da responsabilidade limitada na Inglaterra e de ser a única pessoa jurídica com autorização para emitir notas, acabou por suspender os pagamentos em 1797, devido ao descumprimento sistemático da obrigação de custódia dos depósitos e à concessão de empréstimos e adiantamentos à fazenda pública com base nos depósitos e depois de várias vicissitudes curiosas, como foi a expansão inflacionista, conhecida como *South Sea Bubble*.[119] Foi também em 1797, ano em que o Banco foi proibido de devolver depósitos em dinheiro, declarou que o pagamento de impostos e dívidas deveria ser feito por notas emitidas

---

[118] Assim, por exemplo, em 1640, Carlos I, copiando a política seguida em Espanha um século antes pelo seu homônimo, o imperador Carlos V, confiscou o ouro e os objetos preciosos que tinham sido depositados em custódia na Torre de Londres para salvaguarda, destruindo desta forma a reputação da casa da moeda como um lugar de custódia seguro. Trinta e dois anos depois, Carlos II não cumpriu novamente as obrigações, fazendo com que a Fazenda real suspendesse os pagamentos e provocou a falência de muitos bancos privados que tinham feito empréstimos à Fazenda ou que tinham comprado diretamente títulos da mesma com base nos depósitos recebidos à vista. Ver Charles P. Kindleberger, *Historia financiera de Europa*, ob. cit., pp. 73-74.

[119] Em 1720 a Compañía del Mar del Sur (Companhia do Mar do Sul) estabeleceu um ambicioso plano para assumir a dívida pública britânica pagando determinado montante. Esta companhia, que tinha surgido do partido Conservador, tal como o Banco de Inglaterra, tinha como propósito ajudar a financiar a guerra. Em troca, o governo concederia privilégios a determinadas corporações. O verdadeiro fim dos promotores da Compañia del Mar del Sur era especular com as ações da companhia, chegando a ser admitido o pagamento dos novos títulos por meio de obrigações de dívida pública. O papel do Banco de Inglaterra no ano de 1720 foi o de conceder empréstimos sobre as próprias ações para facilitar a própria aquisição, tal como tinha feito a Compañia del Mar del Sur. Iniciou-se assim um processo inflacionário no qual o preço das ações da Companhia e do Banco se multiplicou, dando origem a tremendas mais-valias e enormes lucros, de que tiraram proveito os especuladores, entre os quais se encontravam muitos conselheiros da Compañia del Mar del Sur. Parte dos lucros foram investidos em terras, cujo preço aumentou também de forma considerável. Toda esta euforia especulativa e inflacionista foi bruscamente interrompida no verão de 1720, justamente na mesma altura em que, em Paris, começava a se desfazer a teia especulativa organizada por John Law. Depois de a queda de preços começar, foi praticamente impossível detê-la. O valor das ações da Compañia del Mar del Sur baixou de 775 pontos em Setembro para 170 em meados de outubro e o das do Banco de Inglaterra, de 225 pontos para 135 no prazo de apenas um mês. Como resposta, o parlamento aprovou o *Bubble Act*, que a partir de então limitou severamente a constituição de sociedades por ações. No entanto, depois de muitas e difíceis negociações, só em 1722 foi possível amenizar o problema financeiro, com a aprovação no parlamento de um convênio entre o Banco e a Compañia del Mar del Sur, que estipulava que esta devia pagar quatro milhões de libras do capital daquela, através de pagamentos anuais de 5%, garantidos pelo Tesouro. Ver, ainda, a nota 43 do cap. VII e os comentários sobre o artigo ali citado de Peter Temin e Hans-Joachim Voth, "Riding the South Sea Bubble", *The American Economic Review*, vol. 94, n.º 5, Dezembro de 2004, pp. 1654-1668.

pelo próprio banco e tentou limitar os adiantamentos e empréstimos ao governo.[120] A partir dessa data estamos nos primórdios do sistema bancário moderno, todo baseado na existência de um banco central como emprestador de última instância. No capítulo VIII, vamos analisar detidamente a razão por que surgem os bancos centrais, o papel que servem e a impossibilidade teórica de o cumprirem, bem como a polêmica entre banca central e banca livre e a sua influência no desenvolvimento da doutrina sobre a teoria monetária, bancária e dos ciclos econômicos. Por ora, resta-nos, no âmbito do nosso estudo sobre a violação histórica do princípio de custódia no contrato de depósito monetário irregular, fazer uma referência rápida ao desenvolvimento do sistema bancário e do papel-moeda na França do século XVIII.

John Law e o sistema bancário da França no século XVIII

A história do dinheiro e dos negócios bancários na França do século XVIII está indissoluvelmente ligada ao "sistema" que o escocês John Law concebeu e pôs em funcionamento depois de convencer o regente Filipe de Orleans de que o banco ideal era aquele que usasse o dinheiro lá depositado, uma vez que, desta forma aumentaria a quantidade de dinheiro em circulação e se "estimularia" o desenvolvimento da economia. Assim, a criação do sistema de Law e, em geral, as diferentes medidas intervencionistas na economia, têm a sua origem em três fatores distintos mas complementares. Em primeiro lugar, o descumprimento dos princípios tradicionais do Direito e da moral, e neste caso particular, o princípio, no contrato de depósito monetário irregular, de que é indispensável manter sempre a custódia de 100 %. Em segundo lugar, um erro na análise teórica parece justificar o descumprimento dos princípios jurídicos para alcançar objetivos aparentemente benéficos de for-

[120] Por isso, foram muitos os teóricos que, sobretudo nos Estados Unidos, proclamaram a grande ameaça à liberdade individual que a aliança implícita ou explícita entre banqueiros e governos implicava e que se concretizava na concessão sistemática e contínua de privilégios para que os bancos pudessem descumprir os compromissos legais, suspendendo o pagamento em dinheiro de depósitos. Assim, por exemplo, John Taylor, senador norte-americano da segunda metade do século XVIII, qualificou esta prática de verdadeira fraude, afirmando que "*under our mild policy the banks' crimes may possibly be numbered, but no figures can record their punishments, because they are never punished*". Ver John Taylor, *Construction Construed and Constitutions Vindicated*, Shepherd & Polland, Richmond, Virginia, 1820, reeditado por Da Capa Press, Nova York, 1970, pp. 182-183. Outro artigo muito interessante sobre este tema, é o de James P. Philbin intitulado "An Austrian Perspective on Some Leading Jacksonian Monetary Theorists", publicado em *The Journal of Libertarian Studies: An Interdisciplinary Review*, vol. X, n.º 1, Outono de 1991, pp. 83-95, e especialmente a p. 89. Murray N. Rothbard escreveu um ótimo resumo sobre o surgimento dos bancos com reserva fracionária antes da fundação dos Estados Unidos, "Inflation and the Creation of Paper Money", cap. 26 de *Conceived in Liberty*, Volume II: "Salutary Neglect": *The American Colonies in the First Half of the 18th Century*, Arlington House, Nova Iorque 1975, pp. 123-140 (2.ª edição, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 1999).

ma rápida. Em terceiro lugar, o fato de haver sempre certos agentes que percebem poder obter grandes lucros como consequência das reformas propostas. A combinação desses três fatores permitiu que um sonhador político como Law pudesse pôr em prática o seu “sistema bancário” na primeira metade do século XVIII na França. De fato, depois de ganhar a confiança do público, o banco começou a emitir notas em quantidade muito superior aos depósitos que possuía e a conceder créditos com base nos depósitos. A quantidade de notas em circulação aumentou muito rapidamente, o que, logicamente, deu origem a um significativo *boom* artificial na economia. Em 1718, o banco passou a ser estatal, convertendo-se em banco real, e começou a aumentar ainda mais a emissão de créditos e de notas, o que teve especial incidência especulativa no mercado da bolsa em geral e, em particular, nas ações da companhia comercial do ocidente, conhecida por Companhia Mississípi, que pretendia desenvolver o comércio e a colonização nesta colônia francesa na América. Em 1720, ficou claro que a bolha financeira que tinha sido criada era tremenda. Law tentou desesperadamente manter o preço das ações da companhia do Mississípi e o valor das notas do banco: fez a fusão da companhia comercial e do banco, as ações da companhia comercial foram declaradas moeda com curso legal, as moedas perderam parte do peso em uma tentativa de restabelecer a equivalência com as notas, etc. No entanto, todas as medidas tomadas foram inúteis e a pirâmide inflacionária caiu como um castelo de cartas, levando à ruína não só o banco, mas também muitos franceses que tinham confiado nele e nas ações da companhia comercial. As perdas foram tão elevadas e o sofrimento que geraram tão grande, que durante mais de cem anos na França era considerado de mau gosto pronunciar a palavra “banco”, que chegou a ser utilizada como sinônimo de “fraude”.[121] Os danos da inflação haveriam de voltar a assolar a França poucas décadas depois, com o advento do grave caos monetário do período revolucionário e a emissão descontrolada de *assignats* que ocorreu nessa ocasião. Todos estes fenômenos ficaram gravados na memória coletiva dos franceses, que ainda hoje estão muito cientes dos grandes perigos da inflação do papel-moeda e que mantêm o costume familiar de guardar uma quantidade apreciável de ouro, em moedas ou lingotes (de fato, pode calcular-

[121] Uma descrição detalhada do rotundo fracasso do sistema de Law em França feita por um teórico que viveu próximo dos acontecimentos pode ser encontrada em Ferdinando Galiani, *Della moneta*, ob. cit., pp. 329-334; e ainda os capítulos XXIII-XXXV do volume II da obra de Sir James Steuart, *An Enquiry into the Principles of Political Oeconomy*, que já citámos (pp. 235-291). Uma exposição muito ilustrativa e teoricamente fundamentada do sistema financeiro, monetário e bancário francês durante o século XVIII pode ser lida em um artigo de F.A. Hayek, “First Paper Money in Eighteenth Century France”, publicado pela primeira vez como capítulo X no livro *The Trend of Economic Thinking: Essays on Political Economists and Economic History*, W.W. Bartley III e Stephen Kresge (eds.), vol. III de *The Collected Works of F.A. Hayek*, Routledge, Londres e Nova Iorque 1991, pp. 155-176. A melhor biografia de John Law é a de Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy Maker*, Clarendon Press, Oxford 1997.

-se que a França, juntamente com a Índia, é um dos países em que particulares mantêm significativo estoque de ouro).

Apesar de tudo, e não obstante a desafortunada experiência bancária, John Law deu algumas contribuições para a teoria monetária, e, embora não possamos aceitar as teses inflacionárias e protokeynesianas, é preciso reconhecer, como fez Carl Menger, que Law foi o primeiro a enunciar uma teoria correta sobre a origem evolutiva e espontânea da moeda.

Ricardo de Cantillon e a violação fraudulenta dos contratos de depósito irregular

É curioso verificar que três dos mais notáveis teóricos monetários do século XVIII do início do século XIX, John Law, Ricardo de Cantillon[122] e Henry Thornton, foram banqueiros. Todos faliram.[123] Apenas Cantillon saiu relativamente ileso, não só por ter sabido retirar-se a tempo das arriscadas especulações, mas também pelos grandes lucros que obteve fraudulentamente ao violar a obrigação de custódia dos ativos dos clientes.

De fato, sabe-se que Cantillon violou o contrato de depósito irregular, não de dinheiro, mas de títulos da sociedade comercial do Mississípi fundada por John Law, organizando o seguinte esquema fraudulento: concedeu empréstimos vultuosos para que os clientes comprassem ações da dita sociedade, com a condição de que ficassem depositados no banco de Cantillon como garantia em forma de depósito irregular, isto é, de títulos fungíveis e indistinguíveis. Mais tarde, Cantillon, *sem conhecimento dos clientes*, apropriou-se indevidamente das ações depositadas e vendeu-as quando achou que tinham um pre-

[122] Ricardo de Cantillon foi o primeiro a afirmar que a prática bancária podia levar-se a cabo com "segurança" mantendo um coeficiente de caixa de apenas 10%: "*Dans ce premier exemple la caisse d'un Banquier ne fait que la dixième partie de son commerce.*" Ver a p. 400 da edição original do *Essai sur la nature du commerce en général*, publicado (anônima e falsamente) em Londres, Fletcher Gyles en Holborn, 1755. Incrivelmente, Murray N. Rothbard não a refere no seu brilhantíssimo estudo sobre Cantillon. Ver: *An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, vol. I: *Economic Thought before Adam Smith*, ob. cit., pp. 345-362 (pp. 385-404 da edição espanhola de 1999, ob. cit).

[123] O banco de Thornton faliu depois do falecimento do fundador, em Dezembro de 1825. Ver as pp. 34-36 da "Introduction" de F.A. Hayek à edição da obra de Henry Thornton *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, originariamente publicada em 1802 e reeditada por Augustus M. Kelley, Fairfield 1978. A. E. Murphy assinala também que Law e Cantillon partilham o duvidoso "mérito" de serem os únicos economistas que, juntamente com Antoine de Montchrétien, foram acusados de assassinato e de todo o tipo de outras malfeitorias. Ver A.E. Murphy, *Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist*, Clarendon Press, Oxford, 1986, p. 237. O caráter religioso e puritano de Thornton livrou-o, pelo menos, de ser acusado de tais atrocidades.

ço de mercado elevado, apropriando-se do produto da venda. Depois de as ações terem perdido praticamente todo o valor, Cantillon voltou a comprá-las por uma fração do preço antigo e repôs o depósito, obtendo assim lucros elevadíssimos. Por fim, pediu o pagamento dos empréstimos que tinha feito aos clientes. Estes não foram capazes de devolver os empréstimos, uma vez que a garantia que tinham no banco já não valia praticamente nada. Estas operações fraudulentas levaram a que fossem interpostos múltiplos processos criminais e ações civis contra Cantillon, que, depois de ser detido e encarcerado por um breve período, foi obrigado a abandonar precipitadamente a França e a refugiar-se na Inglaterra.

Em sua defesa, Cantillon utilizou um argumento muito usado ao longo da Idade Média pelos autores que sempre se empenharam em confundir o depósito irregular com o empréstimo. Com efeito, Cantillon tentou defender-se dizendo que as ações depositadas no seu banco como bens fungíveis e não numerados não constituíam, na realidade, um verdadeiro depósito, mas uma operação de crédito que transferia a plena propriedade e disponibilidade das ações para o banqueiro. Por isso, Cantillon considerava as operações que realizou perfeitamente "legítimas". No entanto, sabemos que o argumento jurídico de Cantillon não tem fundamento e que, ainda que o depósito irregular de títulos tenha sido considerado um depósito irregular de bens fungíveis, a obrigação de custódia e posse contínua de 100% dos mesmos permanecia. Assim, quando vendeu os títulos em prejuízo dos clientes, Cantillon cometeu um evidente ato criminoso de apropriação indébita. F.A. Hayek explica a forma como Cantillon tentou justificar a sua operação fraudulenta:

> *His point of view was, as he later explained, that the shares given to him, since their numbers had not been registered, were not a genuine deposit, but rather—as one would say today—a block deposit so that none of his customers had claim to specific securities. The firm actually made an extraordinary profit in this way, since it could buy back at reduced prices the shares sold at high prices, and meanwhile the capital, for which they were charging high interest, lost nothing at all but rather was saved and invested in pounds. When Cantillon, who had partially made these advances in his own name, asked for repayments of the loans from the speculators, who had suffered great losses, and finally took them to court, the latter demanded that the profits obtained by Cantillon and the firm from their shares be credited against these advances. They in turn took Cantillon to court in London and Paris, charging fraud and usury. By presenting to the courts correspondence between Cantillon and*

the firm, they averred that the entire transaction was carried out under Cantillon's immediate direction and that he therefore bore personal responsibility.[124]

No próximo capítulo teremos a oportunidade de explicar que a violação do depósito monetário irregular e a violação do depósito irregular de valores são igualmente viciosas do ponto de vista jurídico, dando lugar a efeitos econômicos e sociais muito parecidos, como se provou quando se deu, já no século XX, a falência do Banco de Barcelona e de outros bancos catalães que praticavam de forma sistemática a operação de depósito irregular de títulos, sem manter em custódia 100% dos mesmos,[125] e fazendo todo o tipo de especulações em benefício próprio e em prejuízo dos seus verdadeiros titulares, tal como Cantillon tinha feito dois séculos antes. Ricardo de Cantillon foi brutalmente assassinado na sua casa de Londres em 1734, depois de 12 anos de contencioso, duas detenções e da constante ameaça de prisão. Embora a versão oficial seja a de que foi assassinado, por um ex-cozinheiro que o matou para o roubar, e que o corpo foi queimado até ficar irreconhecível, também pode ser que o seu assassinato tenha sido instigado por algum dos muitos credores, e até, como sugere o mais recente biógrafo, A. E. Murphy, que tudo tenha sido uma montagem do próprio Cantillon para poder fugir e evitar mais anos de processos e ações criminais.[126]

---

[124] Ver F. A. Hayek, *Richard Cantillon (1680-1734)*, cap. XIII de *The Trend of Economic Thinking*, ob. cit., pp. 245-293, e especialmente a p. 284. A tradução para português é a seguinte: "Seu ponto de vista, como mais tarde viria a explicar, era de que as ações que lhe haviam sido entregues não eram um depósito genuíno, uma vez que os números não tinham sido registados, mas sim — como diríamos hoje — um depósito irregular, pelo que nenhum dos clientes tinha direito de reclamar quaisquer títulos específicos. Na verdade, a firma conseguiu lucros extraordinários desta forma, uma vez que podia recomprar a preços reduzidos as ações vendidas a preços elevados, enquanto o capital, pelo qual cobrava grandes juros, não diminuía, sendo poupado e trocado por libras. Quando Cantillon, que tinha feito parte destes adiantamentos em nome próprio, pediu a devolução dos empréstimos aos especuladores, que tinham sofrido grandes perdas, acabando por levá-los a tribunal, estes exigiram que os lucros obtidos por Cantillon e pela firma por intermédio de suas ações fossem utilizados para pagar as dívidas. Por sua vez, também levaram Cantillon a tribunal em Londres e Paris, acusando-o de fraude e usura. Ao apresentarem a correspondência entre Cantillon e a firma, concluíram que toda a operação tinha sido levada a cabo sob a direção direta de Cantillon e que, por isso, era pessoalmente responsável."

[125] Sobre o contrato irregular de títulos e o tipo de apropriação indébita cometida por Cantillon e mais tarde pelos banqueiros catalães até ao inicio deste século, ver *La cuenta corriente de efectos o valores de un sector de la banca catalana: su repercusión en el crédito y en la economía, su calificación jurídica en el ámbito del derecho penal, civil y mercantil positivos españoles según los dictámenes emitidos por los letrados señores Rodríguez Sastre, Garrigues, Sánchez Román, Goicoechea, Miñana y Clemente de Diego, seguidos de un estudio sobre la cuenta de efectos y el mercado libre de valores de Barcelona por D. Agustín Peláez, Síndico Presidente de la Bolsa de Madrid*, publicado em Madrid em 1936 pela Delgado Sáez.

[126] Antoin E. Murphy, *Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist*, Clarendon Press, Oxford 1986, pp. 209 y 291-297. Para sustentar esta última tese, Murphy refere os seguintes fatos: 1) Cantillon liquidou grande parte da fortuna pessoal justamente no dia anterior ao atentado; 2) o cadáver foi queimado até se tornar irreconhecível; 3) a atitude incompreensível e displicente dos familiares depois do atentado; e 4) o estranho comportamento do acusado, que nunca se correspondeu à forma de atuar de um assassino típico.

Capítulo 3

As Tentativas de Fundamentação Jurídica da Atividade Bancária com Reserva Fracionária

No presente capítulo, vamos fazer um estudo crítico das diversas tentativas da doutrina de justificar juridicamente o exercício do sistema bancário utilizando um coeficiente fracionário de reserva. Isto é, vamos ver que argumentos foram propostos para sustentar juridicamente um contrato de depósito monetário irregular em que o depositário possa utilizar, em benefício próprio, o dinheiro que recebeu em depósito à vista. Vamos analisar dois grandes tipos de justificação à luz da doutrina jurídica exposta no capítulo I e da análise econômica que desenvolveremos nos próximos capítulos.

1
Introdução

As doutrinas jurídicas que tentaram justificar o exercício da atividade bancária baseada em um coeficiente de reserva fracionário desenvolveram-se a reboque dos acontecimentos. Isto é, não se fundamentaram em princípios jurídicos preexistentes e em virtude dos quais se efetuaram alguns atos jurídicos. Pelo contrário, como vimos no capítulo anterior, a prática bancária foi desenvolvida infringindo princípios gerais do Direito muito fáceis de entender e, em consequência de circunstâncias específicas que favoreceram e possibilitaram essas violações (avareza dos homens, dificuldades de controle, necessidades financeiras dos governos, intervenção sistemática das autoridades e confusão decorrente do *depositum confessatum*, resultado da proibição canônica de juros). Como é lógico, o exercício de uma prática tão generalizada sem fundamentação jurídica não demorou a estimular os banqueiros e os teóricos para a necessidade de encontrar uma justificação jurídica adequada. Tal necessidade foi reforçada pelo fato de, em quase todas as ocasiões, o governo ou as autoridades pública acabaram se tornando os principais beneficiários das atividades bancárias fraudulentas. Por isso, não é de estranhar, dada a simbiose entre autoridade política e intelectualidade, que a última se tenha visto impulsionada pelo poder

politico para encontrar uma justificação jurídica para as práticas que ambos consentiam e fomentavam[1].

E, na verdade, encontrar uma fundamentação jurídica adequada era essencial para a sobrevivência de toda a rede de interesses criados gerada pela atividade bancária com reserva fracionária. Era claro, para qualquer pessoa medianamente educada, que tais práticas deveriam basear-se em algo mais do que na mera situação de fato. Não é suficiente saber que ela existe e afirmar, como faz Shepard B. Clough, que:

> Os ourives chegaram a emprestar o dinheiro que lhes tinha sido entregue para guarda, partindo da teoria e da experiência de que só precisavam de dispor, em todos os momentos, dos montantes suficientes para satisfazer a procura corrente ou esperada dos depositantes. Estes costumes levaram-nos, pelo menos durante o século XVII, a emitir 'promessas de pagamento', ou seja, 'notas de ourives' que, tal como as notas do banco atuais, circulavam de mão em mão. Estas 'promessas de pagamento', que podiam ser pagas usando os depósitos dos clientes, chegaram a ultrapassar o montante de dinheiro depositado. Desta forma, criou-se o crédito por emissão de papel — *uma descoberta de grande importância*.'[2]

E não é suficiente porque, por mais 'importante' que se considere a 'descoberta' de que é possível utilizar fraudulentamente o dinheiro dos depositantes ou emitir certificados de depósito em montantes superiores aos realmente depositados, não deixa de ser evidente que estes atos partilham a mesma característica dos restantes atos criminais de apropriação indébita, que sempre foram objeto de análise doutrinal por parte dos especialistas em direito penal. A semelhança entre os dois conjuntos de pressupostos é, pois, tão evidente, que a doutrina não podia permanecer impassível perante a existência de semelhante irregularidade no âmbito da prática econômica.

Assim, não surpreende que se tenham feito grandes esforços para tentar justificar o que parece completamente injustificável: que é legítima, do ponto de vista dos princípios gerais do Direito, a apropriação indébita dos fundos depositados em custódia e a emissão de certificados de depósito em montantes superiores ao dinheiro realmente depositado. Não obstante, as partes interessadas (banqueiros e gover-

---

[1] Ver Bertrand de Jouvenel, 'Los intelectuales europeos y el capitalismo', em Friedrich A. Hayek (ed.), *El capitalismo y los historiadores*, 2.ª ed., Unión Editorial, Madrid 1997, pp. 87-111.

[2] Shepard B. Clough, *La evolución econômica de la civilización occidental*, Edições Omega, Barcelona 1970, p. 127 (itálico acrescentado).

nos, basicamente) acharam tão importante encontrar uma justificação teórica que não passasse pela solução fácil de simplesmente declarar legal uma prática corrupta e criminosa (o que, em última instância, o acabou sendo feito, apesar de todas as aparências e construções doutrinais), que muitos juristas continuam a tentar conferir respeitabilidade jurídica a uma prática que se mantém até aos nossos dias.

As tentativas de justificação doutrinal do contrato de depósito irregular com um coeficiente de reserva fracionário podem ser classificadas em dois grandes grupos. O primeiro grupo é constituído por um conjunto de doutrinas que tentaram solucionar o problema equiparando o depósito irregular ao contrato de empréstimo ou mútuo. Depois de analisarmos este grupo de doutrinas, chegaremos à conclusão de que, do ponto de vista jurídico, tal equiparação é impossível. O segundo grupo, constituído pelos desenvolvimentos doutrinais mais modernos, começou por reconhecer que existem diferenças essenciais entre o empréstimo e o contrato de depósito irregular, e centrou os esforços na construção jurídica de um novo conceito de 'disponibilidade', segundo o qual este devia ser tomado de forma 'ampla', no sentido de exigir apenas que os investimentos do banqueiro se realizem de forma 'prudente' e sempre em conformidade com as normas administrativas da legislação bancária. Depois de analisar cuidadosamente o segundo grupo de doutrinas, chegaremos à conclusão de que, em última análise, acarretam um regresso à tentativa fracassada de justificar a instituição equiparando-a ao mútuo ou empréstimo, pelo que padece dos mesmos vícios e contradições que vamos encontrar em relação ao primeiro grupo. No próximo capítulo, vamos explicar a razão por que a essência doutrinal da nova interpretação de disponibilidade (baseada na aplicação da 'Lei dos Grandes Números') é inadmissível do ponto de vista da teoria econômica.

A conclusão a que chegamos é, pois, que as tentativas realizadas até agora para justificar juridicamente a prática bancária com reserva fracionária no que respeita aos depósitos à vista fracassaram. Isto explica a constante ambiguidade doutrinal existente em relação aos contrários bancários desse tipo, os esforços desesperados para evitar um tratamento claro e explícito dos mesmos, a generalizada falta de transparência e, em última análise e uma vez que é impossível que do ponto de vista econômico possa subsistir por si só, que a atividade bancária com reserva fracionária tenha tido o apoio de um banco central que estabelece as normas administrativas e garante a liquidez necessária para evitar que toda a rede entre em colapso. No capítulo VIII, dedicado à atividade bancária central, faremos uma análise teórica de como a nacionalização do dinheiro e a legislação e controle bancários emanados do banco central se revelaram incapazes de man-

ter um sistema financeiro estável, que evitasse os ciclos econômicos e prevenisse as crises bancárias. Assim, podemos concluir que o sistema de atividade bancária com reserva fracionária, embora apoiado e protegido por um banco central, acabou também por fracassar.

No final deste capítulo, analisaremos uma série de novos tipos de contratos financeiros, alguns dos quais são muito semelhantes aos praticados pelos banqueiros em relação ao contrato de depósito, em particular, as diferentes operações financeiras envolvendo 'contratos de recompra'. Mostraremos que nestas operações se oculta, contrariando os princípios do Direito, um verdadeiro contrato de depósito sempre que o acordo garante o pagamento de um preço previamente estabelecido, independentemente do preço correspondente do mercado secundário no momento do acordo. Por último, veremos quais são as diferenças essenciais e profundas entre as operações financeiras relacionadas com o sistema bancário e as ligadas à instituição do seguro de vida. Na realidade, o seguro de vida surge como uma forma aperfeiçoada de verdadeira poupança, na qual se trocam bens presentes por bens futuros, com determinadas peculiaridades que o tornam especialmente atraente, mas que nunca envolvem a apropriação de depósitos à vista, a geração de créditos e a emissão de certificados sem a correspondente reserva. Iremos também analisar o efeito corruptor que tem sobre a instituição seguradora a recente tendência de obnubilar e confundir, sobretudo na legislação governamental, as tradicionais fronteiras jurídicas e técnicas existentes entres os dois tipos de instituição.

2
A IMPOSSIBILIDADE DE EQUIPARAR O DEPÓSITO IRREGULAR AO CONTRATO DE EMPRÉSTIMO OU MÚTUO

RAZÕES PARA A CONFUSÃO

As tentativas de equiparar juridicamente o contrato de depósito monetário irregular ao contrato de empréstimo ou mútuo são especialmente atraentes para aqueles que maiores benefícios tiram das práticas bancárias (banqueiros e governantes). Com efeito, no capítulo I, dedicado ao estudo da natureza jurídica de ambas as instituições, indicamos que o empréstimo implica a transferência não só da propriedade do bem, mas também da plena disponibilidade, pelo que o tomador pode fazer pleno uso do mesmo, investindo-o, consumindo-o, etc. Considerando que isto é o que, em última análise, faz o banqueiro quando se apropria dos fundos depositados à vista, é evidente

que, para ele, a solução jurídica ideal é a de equiparar o contrato de depósito irregular ao contrato de empréstimo. Além disso, existe um pretexto jurídico que, embora superficial e pouco rigoroso, foi utilizado com grande insistência para reforçar o argumento da equiparação. A saber, que uma vez que o contrato de depósito irregular consiste no depósito de bens fungíveis, dá-se sempre, pela própria essência e natureza, uma inevitável transferência de propriedade dos bens individuais (uma vez que são indistinguíveis). Assim, dado que em ambas as instituições (depósito e empréstimo) se transfere a propriedade, conclui-se automaticamente que *são naturalmente a mesma coisa*.

No capítulo I, vimos que esta argumentação é falaciosa, superficial e confusa. De fato, embora seja verdade que em ambas as instituições se transfere a propriedade, não é menos verdade que, no que diz respeito a uma das características essenciais —a disponibilidade do bem —, o conteúdo dos contratos é *radicalmente* distinto. Com efeito, enquanto no contrato de empréstimo se transfere a plena disponibilidade e propriedade do bem, a própria essência do contrato de depósito irregular obriga a que o *objetivo de guarda ou custódia seja preponderante*. Assim, embora teoricamente possa se considerar que é transferida a propriedade do bem fungível, na prática, esta transferência é muito limitada, uma vez que a guarda ou custódia exige a permanente a disponibilidade do respectivo *tantundem* a favor do depositante. Desta forma, embora a transferência de propriedade possa não ser um elemento distintivo entre as duas instituições, a diferença entre a disponibilidade do que se entrega constitui o elemento essencial de distinção entre a natureza jurídica de cada contrato.

Poderia se estranhar que os juristas que optaram por tentar equiparar o contrato de depósito ao contrato de mútuo ou empréstimo não se tivessem notado de uma diferença tão óbvia. A equiparação é tão forçada e os argumentos utilizados, tão pobres, que surpreende que um certo setor da doutrina tenha tentado defendê-la. No entanto, existe uma razão histórica de tipo doutrinal que explica o porquê da tentativa. Trata-se do já comentado advento do *depositum confessatum*, uma construção jurídica que surgiu durante a Idade Média como resultado das tentativas de contornar a proibição canônica de juros. Embora já tenhamos demonstrado que a proibição canônica de juros e o desenvolvimento da atividade bancária com reserva fracionária têm muito pouca relação direta, a instituição do *depositum confessatum* funcionou como um fator de forte ligação indireta entre eles. Sabemos já que, desde o direito romano, o depositário era obrigado a pagar juros se, após violar a essência do contrato de depósito baseada na custódia dos bens e de se apropriar dos depósitos, não fosse capaz de devolver os

fundos no momento em que o depositante os solicitasse. Então, independentemente das outras ações civis e penais previstas (a *actio deposititi*[3] e a *actio furti*), como é lógico, era interposta, com caráter adicional, uma ação para obter os juros de mora e da correspondente perda da disponibilidade que se verificava para o depositante até à altura em que os seus fundos fossem devolvidos pelo depositário. Compreende-se, por isso, que na Idade Média fosse conveniente vestir de depósito o que não era senão um contrato de empréstimo para justificar a legalidade e legitimidade da cobrança de juros. Assim, os banqueiros começaram, de forma sistemática, a realizar operações em que as partes declaravam de forma expressa que estavam efetuando um contrato de depósito, e não um contrato de empréstimo. Contudo, como diz o adágio latino, *excusatio non petita, accusatio manifesta.* De fato, em um depósito verdadeiro não era necessário declarar expressamente nada, pelo que tal declaração, quando efetuada, não servia para nada mais do que revelar aquilo que, em última instância, se pretendia esconder: a existência de um contrato de empréstimo ou mútuo. O objetivo do disfarce era evitar as tremendas proibições canônicas do empréstimo com juros e permitir um número elevado de verdadeiras transações de crédito, muito necessárias do ponto de vista econômico e social.

O desenvolvimento do *depositum confessatum* obnubilou as diferenças muito claras existentes entre o contrato de depósito irregular e o contrato de mútuo ou empréstimo. Qualquer que fosse o posicionamento teórico a respeito da proibição canônica da usura, o desenvolvimento do *depositum confessatum* levou, quase inevitavelmente, à 'natural' identificação entre os contratos de depósito e os contratos de mútuo. Para os teóricos que quisessem descobrir e expor todos os casos de violação da proibição canônica e ocultação de juros, tudo o que soasse a 'depósito' pareceria, de início, suspeito. Neste caso, a solução mais clara e eficiente seria identificar automaticamente depósitos como mútuos ou empréstimos e condenar todos os casos ao pagamento de juros, independentemente da aparência jurídica externa. Paradoxalmente, os moralistas mais 'liberais', embora defendendo a existência jurídica do depósito e, portanto, a legitimidade da cobrança de juros de mora, não deixavam de notar que tal depósito equivalia, em última instância, a um empréstimo, pelo que era permitido o uso e consumo do dinheiro para investimento

[3] Convém recordar que nos contratos de depósito monetário irregular, por se tratar de contratos de depósito, é aplicável a *actio depositi directa*, conceito desenvolvido pelo direito romano em virtude do qual cabe ao depositante decidir, em qualquer momento, quando deverá o seu depósito ser devolvido. Esta disponibilidade é tão óbvia que este puro direito de crédito do depositante chega a ser considerado equivalente ao da propriedade sobre o dinheiro depositado (uma vez que existe uma disponibilidade plena e imediata sobre o *tantundem* do que depositou).

por parte do banqueiro. Estes autores procuravam não só justificar a cobrança de juros, mas também legitimar uma instituição que tornava possíveis os mesmos atos de investimento ou de troca de bens presentes por bens futuros que, pela essência, eram possíveis por meio do contrato de empréstimo e muito necessários para a indústria e para o comércio. Esta foi a posição mantida pela maioria dos juristas durante a Idade Média e também, como vimos no capítulo anterior, por membros da Escola de Salamanca, como Luis de Molina, para quem o contrato de depósito monetário irregular não é senão um 'empréstimo precário', no qual se transfere a propriedade (o que, como sabemos, é admissível) e a plena disponibilidade (o que, como sabemos, é inadmissível e contrário à própria essência do depósito) da moeda a favor do banqueiro depositário.[4]

Além disso, e como já vimos, o banqueiro e economista irlandês Richard Cantillon, nas ações civis e penais em que se viu envolvido, depois de se apropriar indevidamente dos títulos de valores que lhe tinham sido depositados como bens fungíveis mediante um contrato de depósito irregular durante a onda especulativa criada em França pelo sistema de John Law, tentou defender-se com a única justificação doutrinal que até então tinha em favor da posição: que por ser um contrato de depósito 'irregular', ou seja, considerando os títulos bens fungíveis, dava-se a plena transmissão tanto da propriedade como da disponibilidade do bem, o que legitimava a apropriação, venda e uso para especulação na Bolsa de valores dos títulos, sem que isso constituísse crime ou causasse qualquer prejuízo aos depositantes.[5]

A argumentação jurídica utilizada pela defesa de Richard Cantillon é a mesma que tinha sido desenvolvida teoricamente em relação ao depósito monetário irregular (e não o depósito irregular de títulos). Por isso, é indubitável que caso se considerasse adequada e justificada do ponto de vista jurídico a identificação entre o contrato de depósito de dinheiro e o de mútuo, deveria se considerar o mesmo, *mutatis mutandis*, em relação aos demais depósitos de bens fungíveis e, particularmente, em relação aos depósitos de títulos de valores como bens indistingui-

---

[4] Ver Luis de Molina, *Tratado sobre los cambios*, edição e introdução de Francisco Gómez Camacho, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid 1990, Disputa 408, 1022 d., p. 138. Como vimos, Juan de Lugo e, em menor grau, Domingo de Soto partilham a opinião de Molina. Os demais membros da Escola de Salamanca, em especial o doutor Saravia de la Calle, como bons e sérios juristas profundamente fiéis à tradição romana, mostraram-se contrários ao exercício da atividade bancária com reserva fracionária, apesar das pressões que sofreram e das práticas que observavam.

[5] Ver F. A. Hayek, 'Richard Cantillon (1680-1734)', em *The Trend of Economic Thinking: Essays on Political Economists and Economic History*, em *The Collected Works of F.A. Hayek*, vol. III, ob. cit., p. 159; e o já clássico artigo de Henry Higgs, 'Richard Cantillon', em *The Economic Journal*, vol. I, Junho de 1891, pp. 276-284. E Antoin E. Murphy, *Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist*, Clarendon Press, Oxford 1986.

veis. Assim, é preciso realçar que qualquer análise doutrinal que considere ilegal a plena transferência da propriedade e da disponibilidade dos títulos de valores em um depósito irregular constitui, em última instância, uma poderosíssima argumentação contra o depósito monetário irregular com reserva fracionária. Este fato foi constatado pelo grande mercantilista espanhol Joaquín Garrigues, segundo o qual:

> O raciocínio desenvolvido até agora leva-nos a afirmar que quando o cliente entrega os seus títulos ao banco, ele tem como intenção contratar um depósito bancário, mas, imediatamente depois de afirmarmos isso, eis que nos surge outro contrato com uma finalidade econômica semelhante, em que também se verifica a entrega de um bem fungível (dinheiro) ao banco e serviço de caixa por parte deste. Dirão os defensores da conta corrente que se trata de outro contrato peculiar a que não se chama depósito nos documentos bancários e que surte os mesmo efeitos jurídicos da conta corrente de valores; nomeadamente a transferência da propriedade para o banco e a devolução do *tantundem* por parte deste.[6]

Apesar da forçada e pouco convincente argumentação usada por Garrigues para tentar mostrar que estes dois depósitos são distintos, é óbvio que ambos os contratos de depósito irregular de bens fungíveis (seja de dinheiro, seja de títulos) são essencialmente idênticos, pelo que caso se aceite a transferência plena da disponibilidade para um (o depósito de dinheiro), também deve se aceitar para o outro. Desta forma, não se pode negar a legitimidade jurídica de um (o depósito de títulos) sem negar a do outro (o depósito de dinheiro).[7] Podemos concluir, portanto, que os argumentos jurídicos utilizados por Cantillon em defesa

---

[6] Sobre este tema, ver as pp. 194 y ss. de 'Dictamen de Joaquín Garrigues', do livro *La cuenta corriente de efectos o valores de un sector de la banca catalana y el mercado libre de valores de Barcelona*, obra já citada, pp. 159-209. Muitos dos argumentos incluídos neste livro notável contra a tese de que se transmite a plena disponibilidade no depósito irregular de títulos, como bens fungíveis que são, portanto, diretamente aplicáveis na crítica da mesma doutrina em relação ao depósito monetário irregular como bem fungível e serão cotejados no nosso estudo, sempre que conveniente.

[7] O contrário seria cair em contradição lógica inadmissível. Contradição em que, no entanto, cai Florencio Oscáriz Marco, para o qual os depósitos avulsos não constituem um depósito irregular 'porque não há possibilidade de utilização e ainda menos de dispor deles, mas apenas de confundir', ao passo que nos depósitos de outro bem fungível (o dinheiro) considera que se transfere a possibilidade de uso e a disponibilidade, o que converte os depósitos em 'empréstimos'. A este erro conceitual, Oscáriz acrescenta um erro terminológico, pois o 'pretenso caso único' de depósitos avulso que analisa em um comentário à Sentença do Tribunal Supremo espanhol sobre o depósito de azeite efetuado por alguns comerciantes desse produto (STS de 2-7-1948) corresponde ao caso mais paradigmático de depósito de bem fungível ou irregular imaginável. Ver: Florencio Oscáriz Marco, *El contrato de depósito: estudio de la obligación de guarda*, ob. cit., pp. 110-112.

decorrem das teorias relacionadas com o contrato de depósito monetário irregular, que, sendo consideradas válidas, legitimariam tanto o evidente estelionato cometido por Cantillon como o conjunto de comportamentos irregulares e fraudulentos realizados mais tarde com os contratos de depósito irregular de títulos nos outros países. Particularmente na Espanha pelos bancos catalães, que levou a cabo tais atividades, cujo caráter foi correta e unanimemente considerado fraudulento e criminoso pela doutrina espanhola até pleno século XX.[8]

A doutrina equívoca da *Common Law*

A doutrina de equiparação entre o contrato de depósito monetário irregular e o contrato de empréstimo ou mútuo prevaleceu também na *Common Law* anglo-saxônica por meio da criação jurisprudencial no sistema de *binding case*. A este propósito, convém notar que desde finais do século XVIII e ao longo da primeira metade do século XIX, foram interpostas várias ações judiciais em que os depositantes, depois de se verem impossibilitados de obter a devolução dos depósitos, acusaram os banqueiros de apropriação indébita e fraude no exercício das obrigações de custódia. Porém, infelizmente, as decisões da jurisprudência britânica acabaram por ser vítimas da pressão da prática bancária, dos banqueiros e do próprio governo, e determinaram que não existia diferença entre o contrato de depósito monetário irregular e o contrato de empréstimo, pelo que o uso, em benefício próprio, do dinheiro dos depositantes não constituía apropriação indébita.[9] De todas as decisões jurisprudenciais, vale a pena destacar a sentença emitida pelo juiz Lord Cottenham, em 1848, no caso de Foley contra Hill e outros. Neste caso, o juiz chega à errônea conclusão de que:

> *The money placed in the custody of a banker is, to all intents and purposes, the money of the banker, to do with it as he pleases. He is guilty of no breach of trust in employing it. He is not answerable to the principal if he puts it into jeopardy, if he*

[8] Ver *La cuenta corriente de efectos o valores de un sector de la banca catalana y el mercado libre de valores de Barcelona*, ob. cit.

[9] Esta corrente jurisprudencial contrasta com a corrente correta que se formou depois da declaração de que era fraudulenta a atividade dos depositários de grão americanos que na década de sessenta do século XIX se apropriaram de parte dos depósitos de grão que tinham em custódia e os usaram para especular no mercado de Chicago. Perante tão desconcertante fato, Rothbard pergunta-se: *"why did grain warehouse law, where the conditions — of depositing fungible goods — are exactly the same* [...] *develop in precisely the opposite direction?* [...] *Could it be that the bankers conducted a more effective lobbying operation than did the grain men?*". Ver Murray N. Rothbard, *The Case Against the Fed*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 1994, p. 43. Na Espanha foi seguida a mesma doutrina jurisprudencial no que diz respeito aos depósitos avulso de azeite nos lagares. (Ver a Sentença do Tribunal Supremo espanhol de 2 de Julho de 1948, apesar do erro terminológico a que nos referimos na nota 7.)

> *engages in a haphazardous speculation; he is not bound to keep it or deal with it as the property of his principal, but he is, of course, answerable for the amount, because he has contracted, having received that money, to repay to the principal, when demanded, a sum equivalent to that paid into his hands.*[10]

Com este tipo de sentenças, não surpreende que Richard Cantillon tenha fugido da França para a Inglaterra, onde a prática financeira era muito mais permissiva e, como vimos, as decisões jurisprudenciais acabariam por seguir uma tese idêntica à sua linha de defesa. Pelo contrário, a Europa continental ainda era fortemente influenciada pela tradição jurídica romana, que tinha fundamentado impecavelmente a natureza do depósito monetário irregular, centrando-a na obrigação de custódia e na ilegitimidade da apropriação, por parte dos bancos, dos fundos neles depositados. Compreende-se, pois, o receio de Richard Cantillon. Fugiu da Europa continental em uma altura em que o Banco de Amsterdã mantinha ainda todo o seu prestígio operando com um coeficiente de reserva de 100% e em que se começava a reconstruir a figura do depósito irregular a partir das raízes jurídicas clássicas (que tornavam ilegítimo o exercício bancário com reserva fracionária). Além disso, já se tinha tornado claro o fracasso de todos os sistemas bancários baseados na reserva fracionária (falência sistemática dos bancos europeus da baixa Idade Média, dos bancos de Sevilha e de Itália dos séculos XVI e XVII e do sistema de Law na França do século XVIII), sendo que os juízes proferiam regularmente sentenças contra a apropriação por parte dos banqueiros dos fundos em depósito (e que, como sabemos, se estendem até pleno século XX tanto na França como na Espanha).

Realce-se que, pelo menos em relação à instituição que aqui nos ocupa, o sistema da *Common Law* anglo-saxônica provou ser uma garantia menos eficiente para a defesa do direito de propriedade e a correta regulação da cooperação social do que a constituída pelo sistema jurídico da Europa continental. Isto não significa que o sistema continental na

---

[10] Ver a nota da p. 73 de E. T. Powell, *Evolution of Money Markets*, Cass, Londres 1966, bem como os comentários a esta sentença realizados por Mark Skousen no seu *The Economics of a Pure Gold Standard*, Praxeology Press, The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, 1977, pp. 22 24. A tradução deste parágrafo da sentença de Lord Cottenham para português é: "O dinheiro colocado em custódia de um banqueiro é, para todos os efeitos e propósitos, o dinheiro do banqueiro, com o qual pode fazer o que quiser. Ele não é culpado de quebrar qualquer tipo de obrigação de confiança se o empregar. Tampouco responde perante o depositante se o colocar em risco ou se o envolver em especulações perigosas; não é obrigado a guardá-lo ou a tratá-lo como se fosse propriedade do depositante, mas responde, obviamente, pelo montante recebido, que deverá devolver ao depositante quando este o solicite, uma vez que se vê envolvido em um contrato assim que recebe o dinheiro". Antecedentes desta decisão de Lord Cottenham foram a sentença de Sir William Grant de 1811 no caso Carr versus Carr, bem como a emitida cinco anos depois no caso Devaynes versus Noble. Ver: J. Milnes Holden, *The Law and Practice of Banking, vol. I, Banker and Customer*, Pitman Publishing, Londres 1970 pp. 31-32 e 52-55

última versão kelseniana e positivista seja superior à *Common Law*, mas que esta foi, frequentemente, inferior ao direito romano, entendido este como sistema consuetudinário e evolutivo, impulsionado pela análise lógica, exegética e doutrinal dos juristas da escola clássica romana. Ou, dito de outra forma, que o sistema da *Common Law* anglo-saxônica dá demasiada importância ao caráter vinculativo das opiniões estritamente jurisprudenciais, que, em muitas ocasiões, são mais influenciadas por circunstâncias particulares do caso a ser julgado e pela aparente prática Comercial que acreditam observar, do que pela análise sopesada, lógica e exegética que devia ser efetuada com base nos princípios jurídicos essenciais. Em suma, o direito anglo-saxão é um direito excessivamente jurisprudencial, ao passo que o direito continental, na versão do direito romano, é um direito misto, jurisprudencial e doutrinal.

A doutrina dos Códigos Civil e Comercial espanhóis

Um setor da doutrina espanhola tentou também manter a equiparação do contrato de depósito monetário irregular ao contrato de empréstimo. Com base em alguns artigos dos Códigos Civil e Comercial, este grupo de teóricos considera que o depósito irregular não é reconhecido como figura separada na legislação espanhola e que, por isso, não é mais do que um mero contrato de empréstimo ou mútuo. No entanto, nem do ponto de vista do direito positivo espanhol se torna clara a equiparação entre o contrato de depósito irregular e o contrato de empréstimo. Pelo contrário, tal associação é muito duvidosa e incerta e, na verdade, a maioria dos teóricos espanhóis modernos concluíram, em consonância com a construção clássica, que mesmo do ponto de vista do atual direito positivo espanhol, uma coisa é o contrato de empréstimo e outra bem distinta é o contrato de depósito irregular.

Para justificar a equiparação dos dois tipos de contrato, os teóricos sempre fazem referência ao artigo 1768 do Código Civil espanhol. Segundo este artigo:

> quando o depositário tem permissão para usar ou servir-se da coisa depositada, o contrato deixa de ser de depósito e converte-se em empréstimo ou comodato. A permissão não deve ser assumida, deve ser provada.

De acordo com este artigo, caso se entenda 'uso' no sentido mais geral ou lato, então, uma vez que todos os depósitos irregulares envolvem uma transferência de propriedade do bem *in individuo* e, logo, do 'uso' indistinto do bem fungível, o contrato de depósito

irregular converter-se-ia sempre, *ipso facto*, em empréstimo ou mútuo. Mais adiante vamos analisar mais atentamente os diferentes casos em que se pode considerar haver 'transmissão do uso', mas, por agora, adiantaremos apenas que, como já vimos no capítulo I, uma coisa é a transmissão da propriedade e do uso entendido no seu sentido genérico, e outra coisa completamente distinta é saber se a plena disponibilidade do *tantundem* a favor do depositante é mantida ou não. Considerando que o conteúdo do artigo 1768 pretende apenas distinguir se o *tantundem* é mantido ou não sempre à disposição do depositante, seria perfeitamente admissível a existência de um contrato de depósito irregular radicalmente distinto do contrato de empréstimo no âmbito do direito positivo espanhol. Na verdade, o artigo 1770 do mesmo Código Civil parece sugerir a segunda interpretação, ao estabelecer que:

> o bem depositado será devolvido com todos os frutos e acessórios. Consistindo o depósito em pecúnia, o disposto no artigo 1724 a respeito do mandatário será aplicado ao depositário.

Ou seja, o próprio Código Civil parece aceitar a existência de um depósito de moeda que não seja empréstimo. Como corretamente assinalam José Luís Albacar e Jaime Santos Briz:

> perante esta disparidade — quiçá antonímica — de disposições legais (aquela que podemos chamar de 'clássica' e a moderna), é de realçar que hoje parece prevalecer a dos que consideram que as figuras do mútuo e do depósito irregular são distintas, ao ponto de não faltar quem defenda que, nesses casos, nos encontramos perante um tipo de depósito: o depósito irregular, que é uma figura atípica e complexa.[11]

O tratamento dado ao depósito irregular pelo Código Comercial espanhol poderia também parecer contraditório e se prestar a ambas interpretações. Com efeito, no artigo 309 estipula-se que:

> sempre que, com o consentimento do depositante, o depositário fizer uso dos bens depositados, seja para negócios, seja para operações solicitadas pelo depositante, cessarão

[11]José Luis Albácar López e Jaime Santos Briz, *Código Civil: doctrina y jurisprudencia*, Editorial Trivium, Madrid 1991, tomo VI, p. 1770. A compilação civil de Navarra também se refere, na lei 554 no final do seu título XII, ao depósito irregular, da seguinte forma: 'Quando no depósito de coisa fungível se ordena ao depositário, expressa ou tacitamente, possibilidades de uso, será aplicado o disposto para o empréstimo de dinheiro nas leis 532, 534 3 535.' Verificamos que neste caso se repete quase literalmente o conteúdo do artigo 1768 do Código Civil espanhol.

> os direitos e as obrigações do depositante e do depositário, devendo ser observadas as regras e disposições aplicáveis ao empréstimo mercantil, à comissão ou ao contrato que tiverem celebrado em substituição do depósito.

Parece, portanto, existir um certo paralelismo entre o artigo 309 do Código Comercial e o artigo 1768 do Código Civil. No entanto, no artigo 307 do Código Comercial, que regula os depósitos em moeda, é dito que:

> quando os depósitos em pecúnia forem constituídos sem especificação da moeda ou em um invólucro não fechado nem selado, o depositário será responsável pela conservação e segurança nos termos estabelecidos pelo parágrafo segundo do artigo 306.

E o parágrafo segundo do artigo 306 diz que:

> na conservação do depósito, o depositário será responsável por quaisquer danos e prejuízos que os bens depositados sofram por má-fé ou negligência , bem como dos que provenham da natureza ou defeitos dos bens, se nestes casos não tiver tomado as medidas necessárias para evitar ou remediar os danos, *notificando o depositário logo que se tiverem manifestado*. (grifos nossos)

Assim, considerando o último parágrafo do artigo 307, juntamente com o segundo parágrafo do artigo 306, o próprio Código Comercial aceitaria plenamente a figura do contrato de depósito monetário irregular, estipulando claramente que o depositário tem a obrigação de guarda e custódia a favor do depositante, tendo até de avisar imediatamente o depositante em caso de dano, menosprezo ou defeito do dinheiro fungível depositado. Ainda assim, o artigo 310 do Código Comercial confere um *ius privilegium* aos banqueiros, legalizando a apropriação dos fundos recebidos em depósito ao estabelecer que:

> não obstante o disposto nos artigos anteriores, os depósitos feitos nos bancos, nos armazéns públicos, nas sociedades de crédito ou em quaisquer outras companhias serão regidos, em primeiro lugar, pelos estatutos das mesmas, em segundo, pelas prescrições deste Código e, por último, pelas regras do direito comum aplicáveis a todos os depósitos.

A natureza do privilégio 'odioso' a favor dos banqueiros e demais sociedades semelhantes é óbvia, uma vez que, mesmo do ponto de vista do

direito positivo espanhol poderia se considerar que, de acordo com o já citado artigo 306 do Código Comercial, qualquer pessoa que não fosse banqueiro ou afim e que usasse o dinheiro que lhe tivesse sido entregue por meio de um depósito irregular cometeria uma violação da obrigação de custódia e guarda e, portanto, um crime de apropriação indébita. Isto já não acontecerá em relação aos banqueiros, caso ocorra o caso de os estatutos estipularem a possibilidade de utilização e apropriação dos fundos dos depositantes para as próprias atividades comerciais. No entanto, o conteúdo deste artigo 310 do Código Comercial, e, em geral, o estilo de redação dos estatutos e contratos bancários, não são nada claros. Pelo contrário, esse tipo de documentos costuma ser ambíguo e confuso,[12] o que explica que a interpretação jurisprudencial do direito positivo espanhol tenha ditado sentenças até pleno século XX (como, por exemplo, a de 21 de junho de 1928 do Tribunal Supremo e outras já citadas no capítulo I) que defendiam a tese de que a lei positiva espanhola obrigava

[12] É curioso observar que os bancos espanhóis, na especificação das condições gerais dos diferentes contratos de conta corrente, evitam o uso do termo 'depósito', uma vez que temem as consequências jurídicas desse tipo de contrato (especialmente que se considere que se apropriam indevidamente dos fundos neles depositados). Tampouco utilizam a classificação de 'empréstimo' ou 'crédito' porque, embora se encontrem cobertos, caso se classifique de empréstimo o depósito monetário irregular que os clientes efetuam, é evidente que do ponto de vista comercial seria muito mais difícil a captação de passivos em forma de depósitos na hipótese do público em geral ganhar ciência de que quando abre uma conta corrente está, na realidade, efetuando um empréstimo ao banco e não um depósito. Assim, os bancos preferem manter a atual ambiguidade e confusão, dado que saem, sem qualquer dúvida, ganhando na atual situação de pouca clareza contratual, enquanto conservarem o privilégio de poder utilizar um coeficiente de reserva fracionário e tiverem o apoio do banco central sempre que tenham dificuldades de liquidez. No entanto, os próprios bancos acabam por se acusar na classificação jurídica das operações que realizam. Por exemplo, a sexta condição geral do Banco Bilbao-Vizcaya, estabelecida para a negociação de aplicações, diz que: "Independentemente do número de diferentes contas ou operações do cedente, seja em moeda, valores, avais, garantias ou outra espécie de documento em que estejam representados, assim como o conceito que nelas figure [...] fica o banco autorizado a compensá-las com os créditos ou por qualquer título que prefiram contrair, incluindo qualquer espécie ou qualidade de depósito [...] a presente condição será aplicável até às operações e créditos que o cedente detenha contra o Banco antes da presente negociação." E, em relação à definição de depósito à vista representado nos denominados 'livros de poupança', enquanto o do Banco Bilbao-Vizcaya os classificava como 'o título justificativo do crédito representativo do direito que assiste ao titular de solicitar e obter o reembolso total ou parcial do saldo a seu favor', o Banco Hispano-Americano vai ainda mais longe, estabelecendo que o livro 'constitui o título nominativo intransferível *da propriedade*'. Como vemos, neste último caso, o banco, sem perceber, classifica a relação do contrato de depósito de relação de domínio, o que, diga-se, está muito mais próximo da realidade jurídica da instituição, dada a manutenção da disponibilidade a favor do depositante, do que a própria consideração de que se trata de um mero direito de crédito sobre o montante de dinheiro depositado. Ver, a propósito, Joaquín Garrigues, *Contratos bancarios*, ob. cit., pp. 368-379, notas de rodapé 31 e 36. Apesar de tudo, Garrigues assinala que a rede bancária privada não se refere ao contrato de depósito de moeda pelo nome, mas, em vez disso, costuma chamar contas correntes aos depósitos à vista, como se deriva da análise dos formulários de entrega de fundos e das condições gerais para o funcionamento da conta, dos extratos, da comunicação de saldos, etc. Além disso, esta relutância em falar de 'depósito de moeda' comprova-se também nos balanços dos bancos, que nunca mencionam esta rubrica, estando a coluna correspondente do passivo incorporada sob o rótulo 'Credores', com o subtítulo 'Contas correntes à vista', onde são contabilizados os depósitos irregulares de dinheiro. Assim, do ponto de vista jurídico e contratual, os bancos, com o consentimento das autoridades financeiras, procuram e tendem a ocultar a verdadeira natureza da atividade que desenvolvem, especialmente a terceiros e a clientes.

os banqueiros a manter sempre à disposição dos depositantes o valor total dos depósitos (*tantundem*), o seja, um coeficiente de caixa de 100%.

Por último, resta-nos mencionar os artigos VII e VIII dos estatutos do Banco de Espanha relativos aos depósitos. O artigo VII estabelece, nos primeiros parágrafos, que "as dependências por ele autorizadas poderão receber em depósito moedas de curso legal na nação ou notas do próprio banco". O artigo VIII diz que "a responsabilidade do banco como depositário consistirá em devolver o mesmo montante em dinheiro nacional que tiver sido depositado". O artigo X, relativo às contas correntes, tem mais ou menos o mesmo conteúdo:

> O banco poderá abrir e gerir contas correntes ou de valores mobiliários de pessoas naturais ou jurídicas e de corporações ou entidades devidamente representadas, cuja solicitação seja cuidadosamente analisada e aceite pela instituição. As contas ordinárias de dinheiro poderão receber moedas e notas de curso legal, cheques e outros documentos relacionados com outras contas correntes [...] para cada tipo de conta corrente, o banco fornecerá os livros de cheques de que o titular necessite; e por meio de cheques, devidamente autorizados, pagará os montantes e devolverá os títulos debitando-os dos saldos respectivos. Contra as contas correntes, serão também admissíveis os cheques ao portador, à ordem, nominativos e cruzados.

Como se pode ver, estes artigos dos estatutos do Banco de Espanha e, em geral, os do resto do banco, regulam apenas o funcionamento da conta de depósito monetário irregular e da conta corrente do ponto de vista do depositante, mas mantém-se sempre a confusão e a ambiguidade sobre se tal dinheiro se encontra guardado e disponível no banco ou se o banco é expressamente autorizado pelo depositante a apropriar-se dele e a investi-lo nos seus negócios particulares. É preciso recorrer ao artigo 180 do Código Comercial para perceber qual era o verdadeiro sentido original da legislação Comercial espanhola a esse respeito. De fato, o artigo 180 estipula que: "Os bancos conservarão dinheiro em seus cofres equivalente a pelo menos a quarta parte dos depósitos e contas correntes em dinheiro e das notas em circulação." Este coeficiente, que tradicionalmente foi utilizado como instrumento de política monetária pelo banco central espanhol, e cuja reduzida percentagem está atualmente fixada em 2%, é o culminar do *ius privilegium* a favor da rede bancária, a única instituição expressamente autorizada, no direito positivo espanhol, a violar as obrigações de custódia do contrato de depósito monetário irregular, uma vez que lhe é permitido que se aproprie, em benefício próprio, do dinheiro dos depositantes para investimentos e negócios particulares.

Embora seja a única disposição que faz com *que os banqueiros não sejam culpados do ponto de vista do direito positivo em vigor na Espanha*, a regulação do coeficiente de reserva não impede, de forma nenhuma, a ausência de justificação jurídica do contrato de depósito bancário tal como é praticado, nem, como é lógico, os efeitos econômicos negativos que tem na sociedade a violação dos princípios tradicionais do direito de propriedade que regem o depósito monetário irregular e que iremos estudar nos próximos capítulos (distorção da estrutura produtiva, geração de etapas sucessivas e recorrentes de auge e recessão econômica, fomento de maus investimentos generalizados, geração de maciço desemprego e manutenção de um sistema financeiro privilegiado que é incapaz de garantir um desenvolvimento econômico livre de convulsões).

Crítica da equiparação entre o contrato de depósito monetário irregular e o contrato de empréstimo ou mútuo

Embora seja o instrumento perfeito para justificar a atividade bancária com reserva fracionária, a equiparação doutrinal entre os depósitos irregulares e os contratos de empréstimo ou mútuo de moeda é tão grosseira que nunca chegou a ser aceita pelos mercantilistas de maior prestígio. Assim, Joaquín Garrigues, embora pareça querer defender, sem mais, a doutrina da equiparação, acaba por notar que a mesma não é justificável, concluindo que, apesar dos possíveis argumentos do direito positivo (artigo 1768 do Código Civil e 309 do Código Comercial já mencionados) que poderiam justificar a identificação entre o contrato de empréstimo ou mútuo e o depósito irregular, "continua a haver algumas razões que nos levam a considerar o contrato como depósito e não como empréstimo (por exemplo, a livre disponibilidade a favor do depositante, o fato de ser o depositante que toma a iniciativa do contrato, os juros baixos, etc.)."[13] Curiosamente, Joaquín Garrigues não desenvolve as razões, que menciona de passagem, e começa de imediato a tentar construir a teoria baseada na reinterpretação do conceito de disponibilidade, que estudaremos na seção seguinte. No entanto, considerando o que já verificamos no capítulo I deste livro, teria sido muito interessante saber o que Garrigues poderia e deveria ter dito em relação aos argumentos contra a identificação de ambos os contratos, que vamos considerar agora mais detidamente.[14]

---

[13] Joaquín Garrigues, *Contratos bancarios*, ob. cit., p. 363 (itálico acrescentado).

[14] É estranha a pressa com que os mais notáveis especialistas espanhóis de direito comercial começaram a tentar justificar a atividade bancária com um coeficiente de reserva fracionária, usando, como veremos adiante, o artifício de redefinir o conceito de disponibilidade, sem, antes, estudarem detidamente os argumentos que impossibilitam a equiparação entre o contrato de depósito irregular e o contrato de empréstimo. É como se Garrigues tivesse consciência de que a redefinição que será proposta supõe impli-

A causa ou motivação distinta de ambos os contratos

O argumento mais importante e definitivo a favor da distinção entre o contrato de depósito irregular e o contrato de empréstimo ou mútuo está radicado na diferença fundamental entre a *causa* ou *motivação* de cada um. Trata-se de uma razão fundamental de tipo jurídico (relacionada com a chamada *causa*[15] dos contratos) que, por sua vez, está intimamente ligada ao diferente *motivo* subjetivo[16] pelo qual as partes decidem efetuar qualquer contrato. *Assim, existe uma simbiose entre a concepção subjetivista em que se funda a teoria moderna*[17] *e o ponto de vista que tem sobretudo em atenção os diferentes fins objetivos ou subjetivos das partes para efetuar um ou outro tipo de contratos*.

No capítulo I, estudamos as diferenças essenciais e irreconciliáveis entre o contrato de depósito monetário irregular e o contrato de emprés-

---

citamente a manutenção da identidade entre o depósito e o contrato de empréstimo (pelo menos do ponto de vista daquele que o recebe, ou seja, o banqueiro), pelo que não há necessidade de uma argumentação profunda contra a equiparação entre o depósito e o empréstimo, uma vez que essa argumentação poderia ter um efeito de ricochete contra a doutrina a propor. Refira-se que esta postura é muito compreensível em um autor tão prestigiado, que contava com bancos e banqueiros do país entre os principais clientes e que pensaria duas vezes antes de pôr em perigo o seu prestígio e bom nome acadêmico colocando em dúvida a legitimidade de uma instituição tão poderosa, arraigada na prática e sustentada pela autoridades públicas como é o negócio bancário com um coeficiente fracionário de reserva. Além disso, durante os anos em que Garrigues exerceu a atividade doutrinal, não pôde contar com mais do que com a sustentação da teoria econômica que, perdida no marasmo das doutrinas keynesianas (ver a nota 20), justificava qualquer sistema, por mais que fosse oportuno, de expansão de crédito, uma vez que se considerava, erroneamente, que viria a redundar em benefício do desenvolvimento da 'atividade econômica'. Durante estes anos de deserto doutrinal no que diz respeito à teoria econômica, a única defesa que restava aos processos de interação social perante a prática bancária teria sido a manutenção dogmática dos princípios básicos do depósito irregular. Estes, no entanto, foram muito debilmente defendidos pelo setor maioritário da doutrina e não tardou a que fossem abandonados. Apesar de todas estas circunstâncias adversas a leitura do tratado de Garrigues e de outros que se dedicam ao mesmo tema continuarem a transmitir a impressão inconfundível de que, para justificar o injustificável, se efetuam raciocínios e malabarismos jurídicos muito forçados para tentar dar aparência jurídica a uma atividade que não é mais do que um grosseiro privilégio antijurídico outorgado pelo governo.

[15] Recorde-se, por exemplo, o tratamento jurídico sobre a causa dos contratos incluído em Jean Dabin, *La teoría de la causa*, ob. cit.

[16] Para Antonio Gullón:"*A equiparação entre depósito irregular e mútuo não deixa de ser um artifício que entra em conflito com a verdadeira vontade das partes*. O depositante de dinheiro, por exemplo, não pensa conceder um empréstimo ao depositário. Procura o mesmo que no depósito regular, a custódia do bem e ter sempre a disponibilidade do mesmo. Consegue atingir melhor estes objetivos com o depósito irregular do que com o regular, porque com este está sujeito à perda por caso fortuito, que será suportada por si e não pelo depositário, ao passo que no depósito irregular, este é um devedor de um bem, que como tal nunca perece" (itálico acrescentado). Citado por José Luis Lacruz Berdejo, *Elementos de derecho civil*, volume II, José María Bosch Editor, 3.ª edição, Barcelona 1995, p. 270.

[17] Esta concepção subjetivista é a base da lógica da ação sobre a qual se constrói todo o edifício da teoria econômica, de acordo com a Escola Austríaca de Economia fundada por Carl Menger. Ver, a propósito, o meu artigo artículo 'Génesis, esencia y evolución de la Escuela Austriaca de Economía', publicado em Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madrid 1994, pp. 17 55.

timo ou mútuo de dinheiro. Pois bem, em última instância, todas estas diferenças poderiam ser encontradas na distinta causa ou motivação de cada contrato. Assim, como no contrato de empréstimo se trocam sempre bens presentes, cuja disponibilidade é perdida pelo emprestador, por bens futuros, que o tomador deverá entregar com um montante acrescido em forma de juros (precisamente como pagamento pela perda inexorável da disponibilidade dos bens presentes quando estes são transferidos do emprestador para o tomador), no caso do depósito monetário irregular, o objetivo ou causa do contrato é radicalmente distinto. Neste caso, não se trocam bens presentes por bens futuros nem o depositante tem o mínimo desejo de perder a imediata disponibilidade do bem que deposita. Assim, o elemento essencial no contrato de depósito irregular não é, como no caso do contrato de empréstimo, a transferência da disponibilidade, mas, pelo contrário, a custódia ou guarda do *tantundem*, que constitui a causa jurídica ou motivação básica essencial para o depositante entrar no contrato. Por isso, não existe um prazo, sendo o dinheiro depositado 'à vista', ou seja, com a possibilidade de levantamento em qualquer momento. Caso o depositante fosse informado de que o contrato é um empréstimo ao banco e que, portanto, perde a disponibilidade do bem, ele não iria, certamente, efetuar o contrato como se tratasse de um depósito e, muito provavelmente, optaria por manter o dinheiro em seu poder. Desta forma, não existe a menor dúvida de que a causa ou motivação jurídica de cada um dos contratos é radicalmente distinta e que tentar misturá-los é tão impossível como misturar água e óleo, dada a diferença fundamental que existe entre os dois.

Os teóricos que pretendem equiparar o contrato de depósito irregular ao contrato de empréstimo não percebem de que com a posição doutrinal ignoram a verdadeira causa ou motivo que leva as partes a assinarem o contrato. E, por muitas declarações mais ou menos vazias que façam sobre a identidade dos dois contratos, acabam inevitavelmente por esbarrar no mesmo muro jurídico: a radical e essencial diferença na causa jurídica que motiva cada um dos contratos. Por conseguinte, não podem fazer mais do que afirmar que cada uma das partes do contrato de depósito bancário de dinheiro *pensa* que efetua contratos 'distintos'. Ou seja, *os depositantes entregam o dinheiro como se tratasse de um depósito e os banqueiros recebem-no como se tratasse de um contrato de empréstimo*. Ora, que tipo de contrato é esse em que cada um dos lados da mesma moeda parte de uma causa jurídica essencialmente diferente? Ou, em outras palavras: como é possível que, por meio do mesmo contrato, cada uma das partes pretenda manter a disponibilidade sobre o mesmo montante simultaneamente?[18] É evidente que os depositantes entregam o próprio

[18] Francisco Belda, seguindo Luis de Molina e Juan de Lugo, acredita poder solucionar esta contradição

dinheiro com a vontade de manter a plena disponibilidade sobre ele (depósito de dinheiro 'à vista'),[19] ao passo que o banco aceita o depósito com o propósito não de conservar em custódia 100% do *tantundem* em todos os momentos, mas de utilizar a maior parte em empréstimos e negócios particulares. Este fenômeno de 'dupla disponibilidade' não podia ser ignorado por Garrigues, que obviamente, o acha inquietante e confuso do ponto de vista jurídico.[20] De fato, para Garrigues, a característica mais extraordinária do depósito bancário de dinheiro na versão atual (que não exige 100% de coeficiente de caixa) consiste, precisamente, no fato de haver *simultaneamente* uma dupla disponibilidade do dinheiro: a favor do banco e a favor do cliente. E acrescenta que é precisamente esta dupla disponibilidade é que torna difícil a configuração jurídica do contrato, porque a disponibilidade a favor do depositante, caraterística do depósito, *não se harmoniza bem* com a disponibilidade a favor do banco.'[21] Em vez de dizer que a configuração jurídica do contrato é difícil, seria mais correto dizer que é juridicamente impossível, dada a radical diferença existente entre os dois tipos de negócio jurídico. Por isso, mais do que uma disponibilidade e a outra "não se harmonizarem bem", as duas são mutuamente exclusivas de forma

---

com a óbvia e superficial afirmação de que "cada um dos dois tem o direito de ver a operação do ângulo que mais lhe convier", sem se aperceber de que, por existir uma diferença essencial e contradição entre a causa que leva cada parte a entrar no contrato, o problema é muito distinto: não se trata de cada um considerar o contrato como mais lhe convenha, mas de o cumprimento do objetivo ou causa de um (o investimento de fundos por parte do banqueiro) impossibilitar o cumprimento efetivo do objetivo ou causa do outro (a custódia, guarda e continua disponibilidade do dinheiro). Ver: Francisco Belda, S.J., 'Ética de la creación de créditos según la doctrina de Molina, Lesio y Lugo', *Pensamiento*, ob. cit., pp. 64 y 87. Ver também Florencio Oscáriz Marco, *El contrato de depósito: estudio de la obligación de guarda*, ob. cit. nota 83, p.48.

[19] O fato de às vezes os depositantes receberem juros em nada prejudica a causa essencial do depósito (guarda ou custódia de dinheiro). E, na verdade, desde que os juros sejam atraentes o depositante ingênuo a quem são oferecidos não hesitará em aceitá-los caso continue a ter confiança no banqueiro. Mas no caso de um verdadeiro depósito, o depositante efetuaria o contrato, mesmo que não recebesse juros e tivesse, ainda, de pagar os gastos de custódia, sem que este fato fundamental se desvirtue pelo pagamento *contra natura* de juros aos depositantes e indique que os banqueiros estão fazendo um uso indevido do dinheiro que receberam em depósito.

[20] Ressalte-se que a única referência teórica recolhida por Garrigues na obra *Contratos bancarios* é, precisamente, o *Treatise on Money* de Keynes, que cita expressamente pelo menos duas vezes no texto principal (pp. 357 e 358) e outras nas notas de rodapé (pp. 352 e 357, notas de rodapé 1 e 11 respectivamente). Com esta fundamentação teórica não surpreende a confusão que se observa em todo o tratamento que Garrigues faz da figura do depósito irregular. Parece que a aguçada intuição jurídica aponta para um lado (o adequado e correto) e o que lê no tratado de Keynes o leva para outro lado completamente distinto.

[21] Joaquín Garrigues , *Contratos bancarios*, ob. cit., p. 367, (itálico acrescentado). Surpreende que Garrigues não se tenha apercebido de que, em termos econômicos, a dupla disponibilidade significa que: "*it becomes possible to create a fictitious supply of a commodity, that is, to make people believe that a supply exists which does not exist*". Ver: William Stanley Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange*, D. Appleton & Co., Nova York 1875 e Kegan Paul, Londres 1905, p. 210. Na minha opinião, fazer crer o público de que existe um estoque de bens fungíveis, o que, na realidade, não existe é a prova definitiva da ilegitimidade de todo o depósito irregular (ou seja, de bens fungíveis) na qual se admita a manutenção de um coeficiente de reserva fracionária (ou seja, inferior a 100 %).

fundamental.[22] Este desconcerto de Joaquín Garrigues torna-se ainda mais patente quando em uma nota de rodapé[23] cita as sentenças do Tribunal de Paris que estudamos no capítulo I e que definem a obrigação estrita de custódia e do coeficiente de caixa de 100% para os bancos e que Garrigues classifica de "afirmações surpreendentes". Mas, o que também não deixa de ser surpreendente é que Garrigues não tenha notado de que a própria análise leva inevitavelmente à conclusão de que os dois contratos são diferentes e que, por isso, qualquer equiparação entre o contrato de depósito irregular e o contrato de empréstimo é impossível. Ao ler o tratamento que Garrigues faz dos contratos de depósito bancário de moeda, não podemos deixar de pensar que o próprio Garrigues está, de certo modo, com a "consciência pesada" por efetuar uma análise jurídica tão forçada para tentar justificar o injustificável: a pretensa existência de um contrato de depósito monetário irregular que juridicamente, e de acordo com os princípios e a lógica do Direito, permita que o banqueiro dele disponha livremente, ou seja, o exercício da atividade bancária com um coeficiente de reserva fracionário.

A tese do acordo tácito ou implícito

Difícil de aceitar é também o argumento de que, de acordo com o estabelecido no artigo 1768 do Código Civil espanhol, existe uma espécie de "acordo tácito" ou implícito nos contratos de depósito irregular, em virtude do qual os depositantes autorizam o banqueiro a utilizar o dinheiro por eles depositado. E é difícil de aceitar, em primeiro lugar, porque o artigo 1768 fala de "usar ou servir-se da coisa depositada", e já sabemos que não é a possibilidade de uso que transforma o contrato de depósito de moeda em um contrato de depósito irregular. Esta possibilidade é inerente a todos os depósitos de bens fungíveis, que, pela própria natureza, não podem ser individualizados, pelo que pode se considerar que, de alguma forma, ocorre a transferência da propriedade e, logo, da possibilidade de uso por parte do depositário. Não obstante, como já vimos, essa transferência de propriedade e de possibilidade de uso deve ser entendida em um sentido puramente *genérico*. Não sendo possível reconhecer as unidades individuais entregues, pode considerar-se, sem dúvida, que é transmitida a propriedade e a possibilidade de uso desses bens específicos. Isto, no entanto, e como é lógico, é

[22] Garrigues, com a habitual facilidade de expressão argumentativa, conclui que neste contrato "o banco dispõe do dinheiro como se fosse seu e o cliente dispõe do dinheiro apesar de não ser seu". A solução deste paradoxo aparentemente é muito simples, porque embora o cliente tenha deixado de ser o proprietário do dinheiro, conserva o direito de exigir a guarda ou custódia do *tantundem* em todos os momentos, ou seja, um coeficiente de caixa de 100%, de acordo com a natureza ontológica e essencial do contrato de depósito monetário irregular já explicada no capítulo I. Ver: Joaquín Garrigues, *Contratos bancarios*, ob. cit., p. 368.

[23] Joaquín Garrigues, *Contratos bancarios*, ob. cit., nota de rodapé 31 nas pp. 367-368.

perfeitamente compatível com a exigência de manutenção contínua de 100% do coeficiente de caixa, ou seja, a custódia ou guarda do *tantundem* à disposição do depositante, que constitui a obrigação do banqueiro sobre a qual se fundamenta a causa essencial do contrato de depósito. Ou seja, a transferência da possibilidade de uso não é o que determina a natureza típica e essencial do contrato de depósito irregular, mas sim o caráter fungível do que se deposita e o objetivo por que se realiza o contrato. Pode haver transferência da possibilidade de uso sem necessariamente estarmos perante um depósito irregular, como é o caso, por exemplo, do contrato de mútuo ou empréstimo, que têm, como já sabemos, uma causa ou motivação jurídica radicalmente distinta (não só a transferência da propriedade e do uso, mas também a da disponibilidade do bem, que é simultaneamente perdida pelo emprestador). Assim, e de acordo com Coppa-Zuccari, recorrer a uma pretensa autorização (expressa ou tácita) do depositante para converter o contrato de depósito irregular em um empréstimo ou mútuo é desnecessário e inexato. Desnecessário, visto que todo o contrato de depósito irregular implica, pela própria natureza, a transferência da propriedade e da possibilidade de uso do bem (compatível, como é óbvio, com a obrigação fundamental de manter em caixa um coeficiente de 100% do *tantundem*). Inexato porque, embora se transfira a possibilidade de uso do bem, isso não modifica a causa original do contrato, que não é senão a guarda ou custódia do *tantundem*.[24] De fato, existem três possibilidades lógicas quanto à pretensa autorização, expressa ou tácita, para usar o bem depositado. Consideremo-las separadamente.

Em primeiro lugar, podemos considerar que a imensa maioria dos depositantes não está consciente de que quando efetua um depósito de seu dinheiro em um banco, está, ao mesmo tempo, autorizando o banco a usar, em benefício próprio e nos negócios particulares, o dinheiro que deposita. Podemos afirmar com segurança que a grande maioria dos depositantes efetua um depósito à vista considerando, de boa-fé, que, na verdade, é isso que está fazendo: um contrato de depósito irregular cujo objetivo essencial é transferir a guarda ou custódia de seu dinheiro para o banqueiro. Simultaneamente, o banco recebe sempre o dinheiro como se tratasse de um empréstimo ou um mútuo, ou seja, considerando que a disponibilidade do bem lhe é transferida integralmente e que, portanto, pode usá-lo nos negócios particulares. Torna-se, pois, evidente que a causa ou motivação do negócio efetuado por cada uma das partes do contrato não é coincidente: uma faz o contrato considerando se tratar de um depósito e, baseada nessa assunção, entrega o dinheiro; a outra recebe-o como se tratasse de um empréstimo ou mútuo e, com

[24] Pasquale Coppa-Zuccari, *Il deposito irregolare*, ob. cit., p. 132.

base nisso, investe-o. Encontramo-nos, portanto, perante um caso evidente de *error in negotio*, que é um erro respeitante à natureza do negócio e que produz[25] a nulidade absoluta. Talvez a muitos esta conclusão possa parecer extrema ou desproporcionada, mas não parece fácil chegar a outra com base nos argumentos e princípios jurídicos inerentes aos contratos que estamos analisando.[26]

Em segundo lugar, suponhamos que um determinado grupo de clientes dos bancos (ou mesmo, para efeitos dialéticos, todos eles) realiza um contrato de depósito irregular sabendo (e aceitando plenamente) que uma parte importante do dinheiro que deposita será utilizado pelos bancos para investimentos, empréstimos, etc. Este conhecimento e esta pretensa autorização não minimizam, de forma alguma, o objetivo ou a causa essencial do contrato para estes clientes, que continua a ser entregar o próprio dinheiro para guarda ou custódia, ou seja, realizar um contrato de depósito monetário irregular. Neste caso, temos de considerar que, do ponto de vista técnico e jurídico, o contrato que pensam ter celebrado é impossível. E isto acontece porque ao aceitarem a disponibilidade a favor do banqueiro, eles mesmos, os depositantes, perdem a disponibilidade, que é precisamente a causa ou objeto essencial do contrato. Além disso, no capítulo V, a teoria econômica, mostrar-nos-á que, utilizando um coeficiente de reserva fracionário, é *impossível*, por meio de assinaturas maciças de contratos e da 'Lei dos Grandes Números', assegurar o cumprimento de todas as solicitações dos depositantes para a completa devolução dos depósitos. Não podemos entrar já em pormenor na nossa tese, baseada no reconhecimento de que o sistema bancário atual gera créditos sem resguardo de poupança efetivo que promovem o mau investimento dos recursos e dão lugar a ativos empresariais mal investidos, que não têm valor ou cujo valor é reduzido, não sendo, portanto, capazes de equilibrar as contas de depósito correspondentes nos balanços bancários. Disto resulta a recorrente insolvência dos bancos e, em concreto, a impossibilidade revelada por estes para fazer frente aos seus compromissos (sem apoio externo do banco central).

Além disso, admitindo para efeitos dialéticos que seria possível aplicar a 'Lei dos Grandes Números' na prática bancária, torna-se evidente

---

[25] Ver: Francisco Hernández-Tejero Jorge, *Lecciones de derecho romano*, ob. cit., pp. 107-108. O próprio Hernández-Tejero dá o exemplo seguinte, que é perfeitamente aplicável ao caso presente: "se uma pessoa entrega a outra um bem em depósito e aquela que o recebe pensa tratar-se de um mútuo ou empréstimo, não haverá nem depósito nem mútuo".

[26] E tudo isso, sem que seja necessário argumentar, que não se pode assumir a permissão ou autorização para utilizar o bem, mas que deve demonstrar que ela existe em cada caso. Não parece fácil que, na maioria dos contratos de depósito à vista realizados por particulares, seja possível fazer essa demonstração.

que o contrato de depósito com reserva fracionária passaria a ser um contrato aleatório,[27] no qual o cumprimento dos deveres do banco seria um acontecimento incerto, que dependeria das circunstâncias particulares de cada contrato. A aleatoriedade do contrato tem origem, precisamente, em considerar que há uma determinada probabilidade de que uma proporção de depositantes superior ao coeficiente de caixa mantido se dirija ao banco para levantar os depósitos e se veja impedida de o fazer. Os primeiros a chegar têm a possibilidade de recuperar o dinheiro, mas, a partir de certa altura, os outros, não. Não parece que seja objetivo dos depositantes, nem sequer na segunda hipótese, efetuar um contrato aleatório dependente da contingência que acabamos de descrever. Assim, a conclusão lógica deste segundo caso é a de que ou não existe contrato, uma vez que o objeto é impossível (sem um coeficiente de caixa de 100%, é impossível assegurar que o banqueiro será sempre capaz de cumprir seus compromissos) ou que a pretensa autorização dada pelos depositantes carece de validade jurídica, porque a causa essencial continua a ser a guarda do bem, e esta exige, inevitável e obrigatoriamente, a custódia de 100% do *tantundem*.[28]

Existe uma incompatibilidade natural entre o contrato de depósito irregular legitimamente constituído e que tem como causa a custódia ou guarda daquilo que se deposita e a autorização para que os depositários utilizem, em benefício próprio, o dinheiro que recebem. Estes depositários, os banqueiros, recebem fundos, que se comprometem a devolver logo que os titulares das contas correntes os solicitem, mas, depois de os receberem, usam-nos para fazer investimentos, conceder empréstimos e realizar negócios que os imobilizam e, em muitas circunstâncias, impedem a devolução. Assim, a pretensa autorização, expressa ou tácita, para que os banqueiros utilizem, em benefício próprio, o dinheiro que recebem tem pouca importância caso se mantenha intata a causa essencial do contrato — o depósito do dinheiro para custódia. Neste caso, a pretensa autorização seria irrelevante, devido à incompatibilidade com a causa do contrato, e, portanto, *tão nula e carente de eficácia do ponto de vista jurídico, como qualquer contrato em que uma das partes autorizasse que a outra a enganasse ou aceitasse por escrito o engano em prejuízo próprio*. Como afirmou o grande civilista espanhol Felipe Clemente de Diego tão adequadamente, um contrato de depósito irregular em que seja per-

[27] Sobre os contratos aleatórios, ver Manuel Albaladejo, *Derecho civil II, Derecho de obligaciones*, vol. I, *La obligación y el contrato en general*, ob. cit., pp. 350-352. É preciso relevar que a natureza aleatória de um contrato de depósito monetário irregular com reserva fracionária e no qual se cumpra a “Lei dos Grandes Números” (o que é, por certo, impossível) é um argumento secundário e subsidiário em relação às demais razões que apontamos contra tal contrato.

[28] Recordemos a forma como Saravia de la Calle condenava os depositantes que negociavam com bancos sabendo que iam utilizar o seu dinheiro em negócio particulares. Ver as pp. 66-67 do Capítulo II.

mitido ao depositário ter um coeficiente de reserva fracionário e, logo, utilizar em benefício próprio para seus negócios particulares parte dos fundos recebidos em depósito, não passa de uma aberração jurídica, uma vez que, na essência, contradiz os princípios universais do Direito. Para Felipe Clemente de Diego, não há dúvidas de que este contrato:

> tem o inconveniente de nos conduzir à descoberta de um monstro, que, pela própria natureza, carecerá de viabilidade jurídica, como as criaturas humanas com malformações essenciais (*muenstra prodigia*), às quais o direito romano não reconhecia personalidade jurídica, princípio que é expresso de forma mais moderada no Artigo 30 do Código Civil espanhol: 'para efeitos civis, só serão considerados *nascidos* os fetos que tiverem *figura humana*...'. Na verdade, todo o ser tem a própria natureza. E quando não se encontra nele, mas é extraída de outros seres com os quais tem uma relação de semelhança mais ou menos próxima, a verdadeira natureza do ser parece fugir e desaparecer e deixar de o envolver, reduzindo-o a um ser híbrido, monstruoso, no limiar do não-ser.'[29]

Seria difícil expressar de forma mais precisa e mais sucinta a incompatibilidade essencial e a contradição lógica insolúvel existente entre o contrato de depósito monetário irregular e o contrato de empréstimo. Clemente de Diego conclui o seu argumento criticando as:

> tentativas de converter essa oposição radical (entre o contrato de depósito irregular e o de empréstimo) em uma unidade que dê origem a um novo contrato, que não seria nem um nem outro, mas, antes, os dois ao mesmo tempo; coisa impossível, porque os seus termos são mutuamente exclusivos'.

Tal contrato não pode existir e é ontologicamente impossível.

---

[29] 'Dictamen del señor de Diego (Felipe Clemente)', em *La cuenta corriente de efectos o valores de un sector de la banca catalana y el mercado libre de valores de Barcelona*, ob. cit., pp. 370-371. É verdade que Felipe Clemente de Diego pronuncia estas palavras em resposta ao argumento dos banqueiros que pretendiam defender a validade do contrato de depósito irregular de títulos de valores com um coeficiente de reserva fracionário, no qual se permitiria ao depositário ter a plena disponibilidade dos bens depositados, tal como acontece com o depósito monetário irregular. No entanto, como já referimos, os argumentos a favor ou contra uma ou outra instituição são idênticos, dado que em ambos os casos se trata de um contrato irregular de bens fungíveis, cuja natureza jurídica, causa, objeto e circunstâncias são as mesmas. Também Pasquale Coppa-Zuccari realça a natureza contraditória do contrato de depósito bancário de dinheiro que, tal e como foi 'legalizado' pelos governos não é nem um depósito nem um empréstimo, 'La natura giuridica del deposito bancario', *Archivio giuridico 'Filippo Serafini'*, vol. IX (nova série), Modena 1902, pp. 441-472.

Como comentário final a esta segunda possibilidade, acrescentemos que a contradição é tão evidente que os banqueiros, nos contratos, condições gerais e formulários das operações que realizam, evitam sempre explicitar exatamente qual é a natureza do contrato, da obrigação de custódia ou guarda que adquirem e se receberam ou não autorização por parte do depositante para investirem, em proveito próprio, os fundos que recebem em depósito. Tudo é expresso de forma vaga e confusa, pelo que não seria imprudente alegar que falta o completo e perfeito consentimento dos depositantes, porque não há dúvida de que a ambiguidade, complexidade e obscuridade do contrato impeçam a visão do cliente, que, de boa-fé, pensa que o que está fazendo é um verdadeiro contrato de depósito. E, se o valor e eficácia da entrega de um bem depende do ato ou título com o qual o mesmo se realiza, então, torna-se claro que é importante que o ato ou contrato seja bem definido e determinado pelo nome, que as condições sejam bem reguladas e que ambas as partes estejam bem cientes das consequências legais. Não esclarecer todos esses aspectos, ou especificá-los de forma incompleta, implica uma evidente ambiguidade, mantida pelos banqueiros, cujas possíveis consequências legais desfavoráveis deveriam recair sobre eles e não sobre a parte que entrou no contrato de boa-fé, pensando que a causa essencial era a de simples custódia ou guarda do dinheiro depositado.

Em terceiro lugar, e último, podemos considerar que, caso esse seja o desejo, os depositantes tem a possibilidade de modificar a intenção original ao fazer o depósito, trocando o contrato que a princípio era de depósito monetário irregular por um contrato de mútuo ou empréstimo, no qual acordem a perda da disponibilidade do bem e a transferência para o banqueiro durante um prazo definido e em troca de juros. Isto constituiria uma verdadeira *novação* do contrato, que passaria de um depósito irregular a um empréstimo. A novação estaria submetida às disposições gerais do direito sobre este tipo de modificações contratuais. Trata-se de uma possibilidade jurídica absolutamente legítima, mas que na prática é muito pouco utilizada. Além disso, paradoxalmente, quando se produzem novações na prática bancária, o objetivo é, normalmente, o oposto. Ou seja, em muitas ocasiões da prática bancária, converte-se em um contrato de depósito irregular por meio da correspondente novação o que originariamente era, sem qualquer dúvida, um contrato de mútuo ou empréstimo (embora se designasse por depósito 'a prazo', por envolver uma verdadeira transmissão da disponibilidade do bem ao banqueiro durante um prazo ou tempo determinado). É o que acontece quando, para manter ou atrair mais recursos, os banqueiros, por escrito ou verbalmente, *sotto voce* ou publicamente, oferecem ao titular da conta a possibilidade de 'a prazo' retirar o seu dinheiro, em qualquer momento, sem penaliza-

ções ou com uma pequena penalidade. Tendo estes depósitos 'a prazo' (que aparentemente são mútuos ou empréstimos) sido efetuados pelos titulares com o fim subjetivo e primário de entregar o próprio dinheiro para guarda ou custódia, estaríamos perante um claro caso de depósito monetário irregular, independentemente da aparência exterior. Além disso, já que a causa ou motivação essencial do contrato é a troca de bens presentes por bens futuros mediante o pagamento de juros, nos encontraríamos perante um verdadeiro contrato de 'depósito' a prazo que, do ponto de vista legal, seria indiscutivelmente um mútuo ou empréstimo capaz de ser novado ou convertido em um depósito monetário irregular por acordo expresso das partes contratantes. [30]

Em suma, seja qual for o ângulo pelo qual se olhe, o contrato de depósito monetário irregular não pode se equiparado ao contrato de mútuo ou empréstimo. Ambos são, em essência, incompatíveis e a existência da operação bancária do depósito à vista com reserva fracionária só pode ser explicada por ter começado a ser consentida e depois deliberadamente legalizada pelo poder político, apesar do seu caráter de 'monstro' ou 'aberração jurídica'.[31] No entanto, o fato de se utilizar uma figura jurídica, que segundo Clemente de Diego é tão 'monstruosa', na prática das relações entre os seres humanos não pode deixar de ter consequências econômicas e sociais negativas. Nos próximos capítulos explicaremos a razão por que a atividade bancária com reserva fracionária é responsável pelas crises e recessões que afetam o sistema econômico de forma recorrente, constituindo este um argumento adicional contra a legitimidade do contrato de depósito bancário, mesmo quando ambas as partes estão plenamente de acordo. Além disso, explica-se assim a impossibilidade de assegurar a devolução destes depósitos em qualquer altura sem que se crie toda uma superestrutura organizativa de caráter público, denominada banco central, que, depois de assegurar o monopólio da emissão de papel-moeda e estabelecer o seu curso legal, garanta a criação de toda a liquidez necessária para fazer frente às necessidades pontuais de tesouraria que os bancos privados possam ter. No capítulo VIII, iremos analisar como tudo isso deu origem ao surgimento

[30] Não partilhamos a doutrina segundo a qual, do ponto de vista jurídico, os 'depósitos' a prazo não são contratos de empréstimo ou mútuo, uma vez que tanto na essência econômica como na jurídica, reúnem todos os requisitos essenciais que vimos para o empréstimo ou mútuo no capítulo I. Entre os autores que tentam justificar que os 'depósitos' a prazo não são empréstimos ou mútuos destaca-se José Luis García Pita y Lastres na obra 'Los depósitos bancarios de dinero y su documentación', ob. cit., e especialmente as pp. 991 e ss., cujos argumentos sobre este tema concreto não nos parecem muito convincentes.

[31] Ou seja, a atividade bancária com reserva fracionária contraria os princípios tradicionais do Direito e só se mantém como resultado de um ato intervenção coerciva estabelecido por um mandato ou privilégio previsto na legislação administrativa, do qual não podem tirar proveito outros agentes econômicos e que expressamente declara que é legal que os banqueiros mantenham um coeficiente de reserva fracionária (artigo 180 do Código Comercial espanhol).

de uma política monetária centralizada, que, pelas mesmas razões que explicam a impossibilidade teórica de coordenar a sociedade por meio de medidas coercivas (socialismo e intervencionismo), está condenada, em última instância, ao fracasso. De fato, os bancos centrais e a política monetária dos governos são os principais responsáveis pela inflação crônica que, em graus diferentes, afeta as economias ocidentais, bem como pelas fases sucessivas e recorrentes de picos artificiais e de recessões econômicas que provocam tantos transtornos sociais. Mas, para já, prossigamos com a nossa análise jurídica.

3
Uma solução inadequada: A redifinição do conceito de disponibilidade

A convicção do setor mais qualificado da doutrina de que é impossível conciliar dois contratos incompatíveis entre si, como o de depósito monetário irregular e o contrato de empréstimo, juntamente com o fato de a maior parte dos contratos sobre os quais se sustenta o negócio bancário atual ser de depósitos à vista e, portanto, contratos de depósito monetário irregular, levou a que se tentasse elaborar construções jurídicas alternativas que tornassem possível compatibilizar a existência do contrato de depósito irregular com o exercício bancário 'tradicional', ou seja com o coeficiente de reserva fracionário. Pretendeu-se encontrar a solução para este problema 'redefinindo' o conceito de disponibilidade. De fato, para um setor da doutrina, a disponibilidade pode não ser entendida no sentido estrito (coeficiente de caixa de 100% ou guarda e custódia constante do *tantundem* ao dispor do depositante), mas no seu sentido 'lato', como a solvência 'genérica' do banco para fazer face aos compromissos ajustados, o uso 'prudente' do dinheiro em investimentos, evitando especulações arriscadas e as correspondentes perdas, a manutenção de coeficientes de liquidez e de investimentos adequados e, em suma, o cumprimento de toda uma meticulosa legislação administrativa sobre o sistema bancário que, juntamente com o pretenso funcionamento da 'Lei dos Grandes Números' a respeito da abertura de contas de depósito e levantamento de depósitos à vista, pudesse assegurar, em última instância, o pleno cumprimento dos compromissos assumidos quanto à devolução, em qualquer momento, do dinheiro dos depositantes.

Assim, para Garrigues, a obrigação de manter os depósitos disponíveis para os depositantes: "torna-se uma obrigação de diligência, que consiste no emprego prudente e cuidadoso dos montantes recebidos, de forma que o banco esteja sempre em condições de devolvê-los ao

cliente."[32] Garrigues acrescenta ainda, seguindo o exemplo de Lalumia, que o depositário não seria "obrigado a manter o *tantundem*, mas apenas a empregá-lo de forma prudente e líquida para estar sempre em condições de restitui-lo quando tal fosse solicitado".[33] O banco precisaria apenas de manter em caixa dinheiro suficiente para satisfazer os 'prováveis' pedidos dos clientes, pelo que Garrigues conclui que:

> No depósito bancário, o elemento de custódia é substituído pelo elemento técnico do cálculo de probabilidades de levantamentos de depósitos. Por sua vez, este cálculo de probabilidades depende de depósitos bancários em grande escala.'[34]

É muito importante notar que o próprio Garrigues reconheça que toda esta doutrina "se vê obrigada a substituir o conceito tradicional de custódia por um conceito *ad hoc*, cuja solidez é mais do que duvidosa"[35]. E tem razão Garrigues quando considera 'forçada' tal reinterpretação do conceito de disponibilidade feita pela doutrina (embora ele mesmo acabe por aceitá-la). De fato, a tese de que, no contrato de depósito irregular, a obrigação de custódia consiste apenas em fazer uso 'prudente' dos recursos, de forma que o banco mantenha a solvência necessária para pagar as dívidas, é insustentável. O uso prudente dos recursos é um princípio que deve ser mantido em toda a ação humana e, em particular, em todo e qualquer contrato de *empréstimo* (não de depósito) em que sejam utilizados recursos em que é necessária a devolução após um prazo fixado, se de fato se quiser cumprir esta obrigação (sentido do termo solvência).[36] No entanto, como sabemos, a causa do contrato

[32] Joaquín Garrigues, *Contratos bancarios*, ob. cit., p. 375.

[33] *Ibidem*, p. 365.

[34] Joaquín Garrigues, *Contratos bancarios*, ob. cit., p. 367. José Luis García Pita y Lastres defende a mesma tese no seu trabalho 'Los depósitos bancarios de dinero y su documentación', ob. cit., onde conclui que: "dadas as circunstâncias, em vez de considerar a 'disponibilidade' um simples direito a reclamar a imediata restituição, devemos vê-la como um conjunto de comportamentos e actividades económico-financeiras que tendem a fazer com que seja possível efectuar a restituição" (p. 990), bem como o seu trabalho 'Depósitos bancarios y protección del depositante', en *Contratos bancarios*, ob. cit., pp. 119-266. Na mesma linha, Eduardo María Valpuesta Gastaminza diz que: "o banco não tem obrigação de guardar o bem depositado. Antes, a custódia converte-se mais em uma obrigação de administração prudente dos recursos, próprios e alheios, e na disponibilidade dos mesmos, que é também assegurada por meio de normas administrativas coercivas (nível de risco que se pode assumir, coeficiente de caixa, etc.)". Ver: 'Depósitos bancarios de dinero: libretas de ahorro' en *Contratos bancarios*, Enrique de la Torre Saavedra, Rafael García Villaverde e Rafael Bonardell Lenzano (eds.), Editorial Civitas, Madrid 1992, pp. 122-123. A mesma doutrina foi defendida recentemente na Itália por Angela Principe na obra *La responsabilità della banca nei contratti di custódia*, Editorial Giuffrè, Milán 1983. Por fim, merece destaque o ponderado e atualizado tratamento de Pedro Luis Serrera Contreras, *El contrato de depósito mercantil,* Marcial Pons, Madrid 2001, especialmente as pp. 120-147.

[35] Joaquín Garrigues, *Contratos bancarios*, ob. cit., p. 365.

[36] E isto sem que seja preciso argumentar que o critério padrão de 'prudência' não é aplicável ao caso

de depósito irregular é diferente da causa do contrato de empréstimo, uma vez que consubstancia uma exigência sensivelmente diferente: a custódia ou guarda do bem em todos os momentos. Assim, se os depositantes tentarem levantar os depósitos e o banco não tiver liquidez, independentemente de, em última instância, ser solvente e capaz de pagar depois de convertidos os investimentos em dinheiro, a obrigação essencial do contrato de depósito é claramente violada, uma vez que se obriga um dos contratantes (o depositante), que fez o contrato pensando que o objetivo essencial era a guarda ou custódia e a disponibilidade imediata do bem, a converter-se em algo completamente diferente: emprestador forçado, que perde a imediata disponibilidade dos bens, vendo-se, contra a vontade, obrigado a esperar, durante um prolongado período de tempo, que o banco seja liquidado mais ou menos ordenadamente e lhe possa pagar.

Uma vez que os conceitos de solvência e de uso prudente dos recursos não são suficientes para modificar o significado essencial de disponibilidade no contrato de depósito irregular, poderíamos ao menos pensar que o problema pode ser resolvido por meio do cálculo de probabilidades e da 'Lei dos Grande Números' a que Garrigues faz referência. Contudo, como já discutimos acima, mesmo que existisse uma regularidade estatística que tornasse possível o cálculo de probabilidades neste campo (o que não é certamente o caso, como mostraremos nos próximos capítulos), o contrato deixaria de ser de depósito para se converter em um contrato aleatório em que a possibilidade de obter a restituição imediata do bem depositado dependeria da maior ou menor probabilidade de que um número suficiente de depositantes não fosse retirar seus depósitos do mesmo banco ao mesmo tempo.

No capítulo V defenderemos que não é possível aplicar o cálculo objetivo de probabilidades aos atos humanos em geral, e em particular aos relacionados com o depósito irregular. Isto acontece porque a própria instituição, juridicamente contraditória, de depósito irregular sem obrigação de custódia, ou seja, com reserva fracionária a favor do banco, gera, por si mesma, processos econômicos que fazem com que os empréstimos e os investimentos realizados pelos bancos com os depósitos que criam ou de que se apropriam tendam, de uma forma geral, a ser pouco sensatos, porque, em última instância, se financiam

---

presente; um banco pouco 'prudente' pode ser bem sucedido nas especulações e conservar a solvência. Do mesmo modo, um banqueiro muito prudente pode ser muito afetado pela crise de confiança sistemática que surge inexoravelmente depois do *boom* artificial que é gerado pelo sistema de atividade bancária exercida com reserva fracionária. De pouco vale a prudência, portanto, caso se viole a única condição que pode assegurar o cumprimento dos compromissos do banco em todos os momentos (o coeficiente de caixa de 100 %).

com a expansão do crédito sem aumento prévio da poupança real. Estes processos dão origem ao inevitável surgimento de crises econômicas e à diminuição da solvência dos bancos e da confiança dos depositantes nos mesmos, o que leva à retirada maciça dos depósitos. Qualquer atuário sabe que, por razões de 'risco moral' (*moral hazard*), tecnicamente não podem ser seguradas as consequências de um evento que não sejam completamente independentes da existência do próprio seguro. Ora, nos próximos capítulos, mostraremos que o próprio sistema bancário com reserva fracionária (ou seja, baseado no depósito monetário irregular em que não se mantenha em caixa 100% do *tantundem* disponível para os depositantes) gera *endógena*, inevitável e recorrentemente recessões econômicas que, com regularidade, fazem com que seja necessário liquidar projetos de investimento, devolver empréstimos e levantar depósitos de forma maciça. Por isso, o sistema baseado no depósito irregular com reserva fracionária, instituição que Clemente de Diego classificava de 'aberração' ou 'monstro jurídico', tem como resultado inevitável a insolvência dos banqueiros e à respectiva incapacidade de fazer frente ao compromisso de devolver os depósitos que lhes forem pedidos, mesmo que mantenham um coeficiente de caixa suficientemente elevado. Esta é precisamente a razão pela qual a grande maioria dos bancos privados que não cumpriam a obrigação de custódia de 100% do *tantundem* acabaram por falir até à altura em que exigiram e conseguiram a criação de um banco central,[37] emprestador de última instância, disposto a conceder-lhes toda a liquidez necessária nos sucessivos momentos de apuro causados pela instabilidade do próprio sistema de reserva fracionária.

Desta forma, a redefinição do conceito de disponibilidade é um salto para o vazio. Por um lado, os banqueiros continuam a receber depósitos como se tratassem de empréstimos, e, portanto, fazendo uso dos mesmos para os investimentos e negócios particulares, ao passo que os depositantes continuam a efetuar depósitos com a intenção essencial de transferir a guarda ou custódia do próprio dinheiro, ao mesmo tempo que o mantêm disponível. Ou seja, a contradição da lógica jurídica mantém-se inalterada apesar da tentativa forçada de redefinir o conceito de disponibilidade. Por outro lado, do ponto de vista estrito do direito privado e de acordo com os ensinamentos da teoria econômica, a orientação genérica de uso

[37] Rothbard descreve o papel protagonista que os banqueiro privados, em especial J. P. Morgan, tiveram na criação da Reserva federal Americana e que explica da seguinte forma: "*J.P. Morgan's fondness for a central bank was heightened by the memory of the fact that the bank of which his father Junius was junior partner —the London firm of George Peabody and Company— was saved from bankruptcy in the Panic of 1857 by an emergency credit from the Bank of England. The elder Morgan took over the firm upon Peabody's retirement, and its name changed to J. S. Morgan and Company*". Murray N. Rothbard, *The Case Against the Fed*, ob. cit., pp. 90-106, e em especial a nota 22 da p. 93.

'prudente' dos recursos e de aplicação do 'cálculo de probabilidades' não só não é suficiente para se assegurar que, em todas as circunstâncias e tendo um coeficiente de reserva fracionária, os bancos podem efetuar todas as devoluções que lhes forem solicitadas, como gera, ciclicamente, um inevitável processo de perda de confiança nas instituições bancárias e de consequente retirada maciça e extraordinária de depósitos. *A confirmação definitiva de tudo o que acabamos de dizer reside no fato de a instituição bancária não ter sido capaz de sobreviver com um coeficiente de reserva fracionário (ou seja, violando a obrigação estrita de custódia) sem a existência de um banco público central que, estabelecendo normas de curso legal e a obrigatoriedade do papel-moeda, pudesse criar, a partir do nada, a liquidez necessária em momentos de apuro.* Só uma instituição juridicamente legítima pode se manter no mercado sem necessidade de privilégios nem de apoios administrativos do estado e única e exclusivamente graças à utilização voluntária dos serviços pelos cidadãos, efetuada dentro do quadro das normas abstratas do direito civil.

Resta comentar a redefinição da disponibilidade entendida como o cumprimento por parte dos bancos privados de todo o tecido de legislação administrativa de natureza bancária em troca do apoio do banco central como emprestador de última instância. No entanto, esta exigência também é artificial e transfere a problemática da impossibilidade de definição jurídica de um depósito bancário com reserva fracionária da órbita jurídica privada (onde é impossível conciliar as duas) para a órbita pública, ou seja, para o campo do direito administrativo e do puro voluntarismo *pelo qual o poder político pode legalizar qualquer instituição, por mais juridicamente monstruosa que pareça.* Curioso e paradoxal é que todo o sistema financeiro seja dependente da supervisão do estado (que historicamente foi o primeiro a beneficiar dos lucros obtidos pelo descumprimento da obrigação de custódia nos contratos de depósito em moeda), pois, como assinalou F. A. Hayek:

> A história do tratamento da moeda por parte do governo tem sido um incessante exemplo de fraude e logro e engano. A esse respeito, os governos se revelaram muito mais imorais do que possivelmente teria sido qualquer instituição privada distribuísse diferentes tipos de moeda em situação de concorrência.[38]

Com isto, Hayek quer dizer que, embora pareça que a rede bancária atual possa se manter, apesar da inconsistência jurídica, graças ao apoio do estado e de uma instituição bancária oficial que gera a

[38] F.A. Hayek, *The Fatal Conceit: The Errors of Socialism*, University of Chicago Press, 1989, pp. 103–04.

liquidez necessária para ajudar os bancos com dificuldades (em troca do cumprimento de um emaranhado de legislação administrativa, constituído por inumeráveis diretivas e circulares *ad hoc* e muito pouco transparentes), não é possível evitar, em última instância, as inexoráveis consequências negativas para a cooperação social provocadas pela violação dos princípios tradicionais do direito de propriedade. Assim, por exemplo, poderá ser assegurada a devolução de depósitos, pelo menos teoricamente (mesmo mantendo um coeficiente de reserva fracionário, assumindo que o banco central dá o apoio necessário). No entanto, não será possível assegurar-se que o poder aquisitivo das unidades monetárias não sofra grandes variações em relação ao depósito original. De fato, desde que se formaram os sistemas monetários modernos, anualmente e com pequenas diferenças de grau, fomos flagelados por uma grave inflação crônica, que reduziu em grande medida o poder aquisitivo da unidade monetária que era devolvida aos depositantes. Além disso, há ainda que considerar os efeitos da descoordenação social intra e intertemporal que o atual sistema financeiro, baseado no coeficiente de reserva fracionário para a atividade bancária privada e na coordenação da política monetária por parte de um banco central, têm sobre as economias modernas. Tais efeitos consistem na repetição de fases sucessivas de *boom* artificial e recessão econômica com altas taxas de desemprego, que tanto prejudicam o desenvolvimento harmonioso e estável das nossas sociedades.

Verificamos, pois, que nos âmbitos bancário e monetário volta a ser demonstrada a tese seminal de Hayek segundo a qual sempre que se viola uma regra tradicional de conduta, seja por meio de coerção direta do governo, seja por meio da concessão governamental de privilégios especiais a certas pessoas ou entidades, ou ainda por meio de uma combinação de ambos (como acontece com o caso do depósito monetário irregular com reserva fracionária), mais cedo ou mais tarde acabarão por surgir as inevitáveis consequências danosas e indesejadas, para grande prejuízo do processo espontâneo de cooperação social. A norma tradicional de conduta violada no caso do negócio bancário é, como vimos em pormenor nestes três capítulos, o princípio geral do Direito segundo o qual, no contrato de depósito monetário irregular, *custódia* e *guarda* — causa e elemento essencial em todos os depósitos — deverá materializar-se na exigência de que se mantenha sempre uma reserva de 100% da moeda fungível recebida. Assim, qualquer uso desse dinheiro, particularmente para concessão de empréstimos, implica uma violação desse princípio e um ato ilegítimo de apropriação indébita. Ao longo da história, os banqueiros não demoraram a ficar tentados a violar a mencionada norma tradicional de conduta, usando em benefício próprio o dinheiro dos depositantes,

como vimos em vários exemplos do capítulo II. Isto começou a ser feito de forma envergonhada e em segredo, pois os banqueiros ainda tinham consciência da iniquidade de tais ações. Só mais tarde, depois de obterem do governo o *privilégio* de utilizar em benefício próprio o dinheiro dos depositantes (geralmente na forma de empréstimos, muitas vezes concedidos em primeiro lugar ao próprio governo), conseguiram que a violação do princípio tradicional do Direito se efetuasse de forma aberta e legal. A constituição jurídica do privilégio é grosseira e normalmente se efetua por meio de uma mera disposição administrativa que autoriza os banqueiros, e apenas os banqueiros, a manterem um coeficiente de caixa reduzido.

Desta forma inicia-se a relação de cumplicidade e a coligação de interesses que já é tradicional que exista entre governos e bancos e que explica as relações de 'compreensão' e 'cooperação' íntimas existentes entre os dois tipos de instituição e que se mantêm até hoje, com pequenas variações, em todos os países ocidentais. Na verdade, banqueiros e governos cedo se deram conta de que o descumprimento dos princípios tradicionais do Direito em relação ao depósito dava azo a uma atividade financeira altamente lucrativa para eles mesmos. Esta atividade tornava necessária, no entanto, a existência de um emprestador de última instância, um banco central, que proporcionasse a necessária liquidez nos momentos de apuro, que a experiência mostrava sempre acontecer, mais cedo ou mais tarde. Contudo, as consequências sociais negativas deste *privilégio* concedido aos banqueiros (e a nenhum outro indivíduo ou entidade) não foram completamente compreendidas até ao momento em que as teorias monetária e de capital tivessem avançado suficientemente dentro da ciência econômica para serem capazes de explicar o surgimento recorrente de ciclos econômicos. Como veremos nos próximos capítulos, a Escola Austríaca, em particular, demonstrou que tentar perseguir o objetivo teoricamente contraditório (do ponto de vista juridíco-contratual e técnico-econômico) de oferecer um contrato constituído por elementos essencialmente incompatíveis entre si, e que simultaneamente procure combinar as vantagens dos contratos de empréstimo ou mútuo (em especial a que consiste na possibilidade de obter juros dos 'depósitos' realizados) com as do contrato de depósito monetário irregular (que, por definição, deverá permitir ao depositante a retirada dos fundos a qualquer momento) provocará, cedo ou tarde, inevitáveis ajustes espontâneos, que começam por assumir a forma de expansões da oferta monetária (materializadas na criação de créditos que não correspondem a um aumento efetivo da poupança voluntária), inflação, má alocação generalizada dos escassos recursos produtivos da sociedade a nível microeconômico e, em última instância, recessão, retificação dos erros causados pela expansão do crédito na estrutura produtiva e desemprego em massa. Os próximos

capítulos serão dedicados ao estudo aprofundado de todas essas questões do ponto de vista da teoria econômica. Porém, antes, é necessário terminar o presente estudo analisando outras instituições jurídicas relacionadas aos depósitos bancários.

Para concluir a seção, recapitulamos, no quadro seguinte, sete possibilidade distintas de classificação jurídica do contrato de depósito bancário do ponto de vista inerente a cada instituição (e não, como é natural, do ponto de vista do direito positivo que, como sabemos, pode dar força legal a qualquer coisa).

Quadro III-1

Sete Possibilidades de Classificaçâo Jurídica do Contrato de Depósito Bancário com Reserva Fracionária

1. Há engano ou fraude: delito de apropriação indébita e o contrato é nulo (origem historicamente viciada do depósito bancário com reserva fracionária).
2. Não há engano, mas há error in negotio: contrato nulo.
3. Não há error in negotio, mas cada parte mantém a causa típica no contrato: contrato nulo por ter causas essencialmente incompatíveis.
4. Mesmo que seja aceita a incompatibilidade de causas incompatíveis, o contrato é nulo por ser impossível o cumprimento (caso não exista um banco central).
5. Argumento subsidiário: mesmo que a 'Lei dos Grandes Números' fosse válida (o que não é o caso), tratar-se-ia de um contrato aleatório (não seria nem de depósito nem de empréstimo).
6. A implementação do contrato depende de uma mandato administrativo (privilégio) e do apoio de um banco central que nacionalize o dinheiro e crie liquidez.
7. Em todo o caso, o contrato é nulo por causar graves prejuízos a terceiros (crises econômicas agravadas pelo banco central), muito superiores aos danos causadas pelo falsificador de dinheiro.

4
O depósito monetário irregular, as operações com acordo de recompra e os contratos de seguro de vida

A análise que desenvolvemos nesses três capítulos sobre a natureza jurídica do contrato de depósito irregular tem, entre outras coisas, a virtude de constituir um guia seguro capaz de ajudar a identificar, entre a rica e dinâmica variedade de contratos existentes no trânsito jurídico do mundo real, quando nos encontramos perante verdadeiros contratos de empréstimo, de depósito irregular em que se cumpre a obrigação de custódia e de contratos de natureza contraditória ou, até, fraudulenta. Este é um guia importante, uma vez que o engenho humano não conhece limites na hora de tentar contornar, fraudulentamente e em prejuízo de terceiros, os princípios tradicionais

do Direito em benefício próprio. Este perigo é especialmente grave quando os princípios jurídicos não são adequadamente definidos nem defendidos pelas autoridades públicas, sobretudo em uma área, como a financeira, que é muito abstrata e difícil de entender para a maior parte dos cidadãos.

As operações com acordo de recompra

Sempre que observemos que, como no depósito de moeda, se pretende oferecer a disponibilidade imediata do bem depositado aos clientes com o objetivo de facilitar a captação de fundos,[39] para utilizar em investimentos, negócios, etc., devemos ficar em guarda, independentemente da forma jurídica com que se constitua a operação. Por exemplo, em certos contratos com acordo de recompra, uma das partes compromete-se a recomprar à outra, em qualquer momento em que esta o solicite, um título, direito ou ativo financeiro a um preço predefinido pelo menos igual ao originalmente pago. Nestes casos, a intenção é, à revelia da lei, ocultar um verdadeiro contrato de depósito monetário irregular, no qual uma das partes contratantes tem como objetivo essencial assegurar a disponibilidade imediata do bem, e a outra, o conhecido e contraditório objetivo de obter recursos monetários para investir em negócios distintos. Em suma, estamos perante operações, muitas vezes fraudulentas, nas quais o 'captador' profissional de recursos pretende convencer os 'clientes' a entregar seus ativos financeiros, de forma fácil e descomprometida, em troca da promessa essencial de que o dinheiro se manterá disponível e será devolvido sempre que o desejem (por meio do citado 'acordo de recompra').

Aproximamo-nos de uma figura semelhante, quando, como acontece muitas vezes na prática, de forma mais ou menos explícita, uma instituição (por exemplo, um banco) se dedica, de modo sistemático, a manter ou 'cuidar do' valor das ações na Bolsa, realizando uma série de operações financeiras que enviam ao mercado a mensagem de que existe compra 'generalizada' dos títulos a preços determinados. Se é assim, e à medida que o público geral acredita, encontramo-nos perante uma operação que é, em última instância, um contrato de depósito monetário irregular que se constitui por meio do investimento em títulos, obrigações ou ações cuja liquidez no mercado está implicitamente 'assegurada' de forma constante por uma instituição

[39] Em muitas operações 'irregulares' é assegurada a disponibilidade contínua com o fim de convencer o cliente de que não precisa de renunciar à mesma nem fazer o sacrifício que a poupança exige. Esta prática facilita enormemente a captação de fundos, especialmente quando o cliente é ingênuo e se deixe tentar, como em qualquer logro ou embuste, com a possibilidade de obter lucros elevados sem qualquer sacrifício ou risco.

que inspira confiança.[40] Não surpreende, portanto, que muitas crises bancárias tenham tido origem, mais do que em uma retirada maciça de depósitos, na venda maciça de ações do banco em questão, que se supunha constituírem um refúgio do dinheiro com uma disponibilidade imediata quase assegurada. Quando começam a surgir dúvidas sobre a solvência do banco, os títulos representativos da propriedade são os primeiros a ser vendidos de forma maciça, fazendo com que seja impossível que o banco continue a cumprir o compromisso implícito de manter o valor dos títulos em Bolsa. Pelo menos até à data, estas vendas maciças resultaram do fato de o apoio indiscriminado dos bancos centrais, que garantem liquidez aos bancos privados em momentos de apuro, não se ter alargado até ao ponto em que pudesse permitir a cotização *contínua* das ações na Bolsa. As mais recentes crises bancárias ocorridas na Espanha e em outros países, demonstraram que, em última instância, os únicos 'depositantes' que perderam foram os próprios acionistas.

Há muitos outros casos 'limítrofes' que poderiam ser mencionados. Por exemplo, o de sociedades financeiras ou de gestão de bens, que, para incentivar a subscrição de títulos, se 'comprometem' a recomprá-los pelo preço original quando os titulares o desejarem e, em geral, o de todas as operações com acordo de recompra em que o preço de recompra esteja predefinido e não seja o preço do momento em que se tenta vender no correspondente mercado secundário.[41] Assim, caberá

[40] Levando esse raciocínio até as últimas consequências, poderíamos considerar que todo o mercado de bolsa constituiriam verdadeiros depósitos caso o estado garantisse sempre a criação da liquidez necessária para manter os índices de preços do mercado bolsista. Por razões de imagem pública, os governos e os bancos centrais se empenharam em perseguir esse objetivo e política, pelo menos pontualmente.

[41] Outro caso de verdadeiros depósitos simulados é o das cessões temporárias com pacto de recompra à vista, que se constituem como um empréstimo do cliente à entidade bancária tendo como garantia títulos de valores, normalmente de dívida pública, para o caso de descumprimento por parte do tomador. O empréstimo acarreta juros a uma taxa previamente acordada até uma data especificada e é reembolsável antes dessa data mediante um simples pedido do emprestador. Caso esta opção de cancelamento antecipado seja acionada, o montante a pagar é calculado juntando os juros do montante original à taxa acordada até à data em que a opção tiver sido acionada. Para o cliente, tal operação é idêntica a um empréstimo garantido por títulos de valores combinado com a aquisição de uma opção de compra americana. Uma opção de compra é um contrato que confere o direito, não a obrigação, de comprar ou vender em uma data ou até uma data particular determinada quantidade de um ativo. Se o direito é de compra, a opção denomina-se *Call*, se é de venda, *Put*; se o direito dura até uma data especifica, trata-se de uma opção 'americana', caso se refira a uma data em particular, trata-se uma opção europeia. O comprador do direito compensa a outra parte por meio do pagamento de um prêmio no momento de celebração do contrato. O cliente acionará a opção apenas se as taxas de juro pagas em novos depósitos a prazo cujo prazo de vencimento seja igual ao seu superarem as taxas negociadas originalmente. Não acionará a opção se as taxas de juro caírem, mesmo que precise da liquidez, porque, em condições normais, terá a possibilidade contrair um empréstimo para o que resta do contrato, entregando como garantia os títulos de valores. Algumas instituições chegam a oferecer estes contratos acompanhados de serviços de caixa típicos de contas correntes, de maneira que o cliente pode usar cheques ou pagar contas por débito direto. Os bancos usam este contrato como forma de especular com títulos, dado que o público os financia e os resultados ficam em seu poder. Agradeço ao

ao juízo analítico do jurista e do economista estudar a correspondente operação econômico-financeira e decidir exatamente de que tipo de operação se trata, sua verdadeira natureza e consequências, à luz dos princípios jurídicos estudados nesses três primeiros capítulos e as implicações econômicas que estudaremos nos seguintes.[42] Esta análise alcançaria uma importância vital se algum dia, no futuro, chegássemos a privatizar completamente o atual sistema financeiro baseado no monopólio de um banco central, e caso estabelecêssemos um sistema de atividade bancária livre, submetido aos princípios gerais do Direito. Neste caso, o atual emaranhado de normas administrativas sobre o sistema bancário seria substituído por algumas disposições simples e claras incluídas nos Códigos Civil, Comercial e Penal, cujo objetivo primordial seria assegurar a manutenção do princípio estrito de custódia (coeficiente de caixa de 100%) em relação não só aos contratos de depósito monetário irregular à vista, mas também a quaisquer outras operações econômico-financeiras em que a motivação essencial dos participantes fosse a custódia e guarda de seus depósitos. Nestas utópicas circunstâncias (por agora), a análise que aqui propomos ajudaria a que os juízes e juristas pudessem se orientar dentro da complexíssima e rica variedade de contratos e operações que surgem constantemente na realidade econômico-financeira, fazendo com que fosse possível identificarem em que casos estas operações seriam ou não tipificadas como nulas e/ou criminais pelas disposições gerais de ordem civil ou penal.[43]

Em todo o caso, e como teremos oportunidade de aprofundar mais adiante, devemos evitar uma atitude interessadamente derrotista, comum no setor financeiro e que consiste em pensar que o engenho humano será capaz de encontrar fórmulas cada vez mais sofisticadas e originais de contornar fraudulentamente os princípios universais do Direito, pelo que estes, na prática, nunca serão observados nem defendidos. E devemos evitar tal postura derrotista, porque a proli-

professor Ruben Manso a informação que me proporcionou sobre este tipo de operação.

[42] Outra pergunta interessante é como determinar, na prática, a partir de que momento os empréstimos a prazo muito curto se convertem em depósitos. Embora a regra geral seja clara (deve prevalecer a intenção subjetiva das partes e, depois de vencido, qualquer empréstimo se converte em um depósito que exige um coeficiente de caixa de 100% até ao levantamento), por razões práticas é necessário estabelecer um limite temporal (um mês? uma semana? Um dia?) a partir do qual os empréstimos concedidos à rede bancária deverão ser considerados verdadeiros depósitos. No que diz respeito aos chamados meios secundários de intercâmbio, que não são dinheiro mas podem liquidar-se muito facilmente, o que faz com que ao seu preço de mercado acresça um prémio, consultar Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 464-467.

[43] No modelo que propomos, e que estudaremos mais detidamente no último capítulo deste livro, o controle do banco central e dos seus funcionários desapareceria, sendo substituído pelo do juiz, que, desta forma, recuperaria o máximo prestígio e protagonismo na aplicação dos princípios gerais do Direito, inclusivamente na área financeira.

feração de formas engenhosas de violar esses princípios radica, precisamente, no fato das autoridades públicas os terem sempre definido e defendido de forma extremamente confusa, ambígua e contraditória, fazendo com que não exista uma consciência generalizada da importância do cumprimento. As concepções e valores dos cidadãos foram sendo corrompidos até ao ponto em que se começou a considerar que os contratos de depósito irregular com reserva fracionária eram legítimos. Caso os princípios jurídicos gerais voltassem a ser compreendidos e respeitados, o número de comportamentos irregulares reduzir-se-ia de forma significativa (especialmente se os poderes públicos tentassem realmente controlar e defender de forma efetiva os correspondentes direitos de propriedade). Por outro lado, o fato provado de que o engenho humano procura continuamente novas formas de quebrar a lei e defraudar terceiros não diminui, de forma alguma, a transcendental importância de um conjunto de princípios claros que sirvam de guia aos cidadãos e orientem as autoridades na irrenunciável atividade de definição e defesa do direito de propriedade.

O CASO PARTICULAR DO CONTRATO DE SEGURO DE VIDA

O contrato de seguro de vida é o exemplo típico de uma instituição jurídica muito antiga, muito bem elaborada quanto à essência e ao conteúdo jurídico e perfeitamente fundamentada em uma prática atuarial, econômica e financeira, que, em tempos recentes, alguns tentaram utilizar para organizar operações muito parecidas com o depósito monetário irregular com coeficiente de reserva fracionário, em grave prejuízo da evolução e da tradicional solvência da instituição do seguro de vida, e defraudando os pretensos 'assegurados-depositantes'.

De fato, antes de mais é importante começar por compreender que o contrato de seguro de vida não tem nenhuma relação com o contrato de depósito monetário irregular. O seguro de vida é um *contrato aleatório*, mediante o qual uma das partes, o contratante tomador do seguro, se compromete a pagar o *prêmio* ou preço da operação e, em troca, a outra parte, a companhia de seguros, compromete-se a pagar prestações determinadas em caso de falecimento ou sobrevivência do segurado dentro de um prazo predeterminado no contrato. Dá-se, portanto, um perda total da disponibilidade dos prémios que o tomador do seguro paga,[44] disponibilidade essa que se transfere integral-

[44] Uma vez que o seguro de vida implica uma poupança disciplinada durante um período de muitos anos, é muito mais difícil de vender do que outros produtos que se vendem com a garantia de que o dinheiro do cliente ficará continuamente à disposição. Por isso, os seguros de vida são vendidos via custosa estrutura de agentes comerciais, ao passo que o público faz por si só e *de moto proprio* depósitos nos bancos. As

mente para a companhia de seguros. Desta forma, todos os seguros de vida envolvem uma troca de bens presentes e certos por bens futuros e incertos (uma vez que o pagamento dos mesmos depende de um evento aleatório, como é o falecimento ou sobrevivência do segurado). O contrato de seguro de vida é, portanto, equiparável a uma operação de poupança (na qual se renuncia à propriedade e disponibilidade de bens presentes em troca da propriedade e disponibilidade de bens futuros), mas de uma forma de *poupança aperfeiçoada*, dado que permite receber um montante considerável a partir do momento em que o contrato entra em vigor, caso se dê o caso de o evento aleatório previsto acontecer (por exemplo, o falecimento do segurado). Esse capital que se recebe em caso de falecimento só poderia ter-se acumulado por meio de qualquer outro método de poupança tradicional (operações tradicionais de mútuo ou empréstimo) depois de um período de muitos anos. Ou seja, graças aos contratos de seguro de vida, o cálculo de probabilidades relacionado com as tabelas de mortalidade e sobrevivência e o princípio do mutualismo ou da repartição das perdas ou sinistros entre todos os segurados que sustentam a instituição, *é possível dispor desde o primeiro momento, em caso de ocorrência do evento previsto, de um montante de dinheiro significativo que só depois de muitos anos poderia ser acumulado por meio de outros métodos*.

Além disso, o seguro de vida é um contrato a longo prazo, que incorpora componentes complexas de tipo financeiro e atuarial e que exige um investimento prudente de recursos significativos, cuja disponibilidade é transferida a entidades profissionais (companhias e mútuas de seguros), que devem constituir e investir as provisões matematicamente calculadas como necessárias para poder fazer frente ao pagamento futuro dos compromissos assumidos. Diz-se que estas provisões são 'matemáticas', porque é possível calcular, com uma probabilidade de erro ínfima, o montante de dinheiro necessário para poder pagar todas as prestações garantidas, em função do cálculo de probabilidade em relação aos falecimentos e sobrevivências previstas nas tabelas de mortalidade (que são elaboradas com um elevado grau de fiabilidade e constância para a maior parte das populações ocidentais). Mais tarde, analisaremos as diferenças radicais existentes, do ponto de vista econômico-financeiro, entre o seguro de vida e o contrato de depósito irregular com reserva fracionária. Este, ao contrário do que acontece com o seguro de vida, não permite a aplicação do cálculo de probabilidades, uma vez que não

---

companhias de seguros promovem e encorajam a poupança voluntária e de longo prazo, ao passo que os bancos criam créditos e depósitos do nada, sem necessidade de que ninguém se sinta obrigado a sacrifícios prévios para poupá-los.

existe uma independência completa entre a existência da instituição (atividade bancária com reserva fracionária) e os fenômenos recorrentes de retirada maciça de depósitos.

O direito de renúncia existente em algumas modalidades de seguro de vida surge como uma complexidade adicional. Este direito consiste na possibilidade de os segurados rescindirem o contrato e obterem o valor matemático de liquidação do seu seguro em dinheiro. Alguns especialistas defenderam a tese de que, nas modalidades em que existe o direito à renúncia, nos encontramos em uma situação muito semelhante à do contrato de depósito monetário irregular com reserva fracionária.[45] Contra esta opinião, deve se argumentar que dar-se ou não uma operação encoberta de depósito irregular dependerá, em última análise, da verdadeira motivação, intenção ou causa subjetiva do contrato realizado. Se, como é hábito nos contratos *tradicionais* de seguro de vida, o contratante tiver a intenção de manter o seguro até ao fim do prazo e não estiver ciente de que tem o dinheiro depositado à vista e de que o pode usar em qualquer momento acionando a correspondente cláusula de renúncia, então é evidente que não se tratará de um depósito irregular, mas de um simples contrato de seguro de vida tradicional. Este tipo de contrato é vendido com a ideia de que a renúncia é uma solução de 'último recurso', que só se deve acionar em circunstâncias de extrema necessidade familiar que impeçam continuação do pagamento de uma operação tão necessária para a tranquilidade de todos os membros.[46]

Contudo, devemos reconhecer que, sobretudo em tempos mais recentes, tem se observado uma pressão constante dos bancos e outras instituições financeiras para obnubilar, apagar e confundir as fronteiras e diferenças essenciais que tradicionalmente distinguiam o contrato de seguro de vida dos contratos bancários de depósito.[47]

---

[45] Murray N. Rothbard, 'Austrian Definitions of the Supply of Money', em *New Directions in Austrian Economics*, Louis M. Spadaro (ed.), Sheed, Andrews & McMeel, Kansas City 1978, pp. 143-156, e em especial as pp. 150-151.

[46] Além disso, o exercício de renúncia costuma implicar uma penalização financeira significativa para o segurado, que resulta da necessidade que a empresa tem de amortizar os elevados custos de aquisição suportados durante o primeiro ano do contrato de seguro. A tendência para reduzir estas penalizações é uma indicação clara de que a operação deixou de ser um seguro de vida tradicional, tendo-se tornado um depósito bancário simulado.

[47] Como veremos no final do capitulo VII, John Maynard Keynes teve um papel importante na corrupção dos princípios tradicionais da instituição do seguro de vida durante os anos em que trabalhou como presidente da *National Mutual Life Assurance Society* (1921-1938), importante entidade inglesa de seguros de vida. Durante a presidência, não só promoveu uma política 'ativa' de investimento orientada para o rendimento variável (contrariando a prática tradicional), como defendeu critérios pouco ortodoxos para a valorização dos ativos (a preços de mercado) e até a distribuição de lucros aos segurados através de bônus financiados por pretensos 'ganhos' na bolsa, que na realidade não tinham sido conseguidos. Todos estes

Assim, começaram a aparecer no mercado verdadeiras operações de depósito de dinheiro disfarçadas de seguros de vida. O principal argumento de venda destas operações aos clientes é o de que estes não precisam de se comprometer em uma operação de poupança de longo prazo, envolvendo pagamentos regulares, uma vez que os fundos entregues à companhia de seguros poderão ser recuperados a qualquer altura sem penalizações ou outros gastos (e até com juros).Uma das razões por que se disfarçou estas operações de seguros de vida se deve ao objetivo de obter as tradicionais vantagens fiscais que os poderes públicos de quase todos os países desenvolvidos concedem às instituições seguradoras pelo muito benéfico efeito que estas têm na promoção da poupança e da previdência *voluntárias* de grandes camadas da população e, logo, no crescimento e desenvolvimento econômico sustentado e não inflacionário do país. Desta forma, foram constituídos 'seguros de vida' fantasma em massa, que não eram senão depósitos camuflados e que o público fazia sem reservas, pensando que, a qualquer momento, o dinheiro poderia ser recuperado sem penalizações caso se desse o caso de precisarem ou simplesmente de pretenderem transferi-lo para outra instituição financeira. A confusão que tal situação causou foi grande. Por exemplo, montantes referentes a depósitos bancários foram incluídos nas estatísticas oficiais de prêmios de seguros (apesar de serem operações alheias às instituições seguradoras e que, com elas, não tinham qualquer relação), o que, na grande confusão vivida no mercado, levou à perda de prestígio e de clareza das operações tradicionais de seguros de vida.[48]

Felizmente, tudo está voltando a entrar nos eixos e, tanto as companhias de seguros privadas tradicionais como as autoridades públicas estão começando a perceber que não há nada pior para a instituição do

---

ataques de Keynes aos princípios tradicionais do setor puseram a empresa em grandes dificuldades quando ocorreu o *crash* da bolsa de 1929 e começou a Grande Depressão, o que levou os colegas do conselho de administração a questionar a estratégia e ocorreram desavenças internas que redundaram na demissão de Keynes em 1938, porque, segundo ele, não acreditava que: "*it lies in my power to cure the faults of the management and I am reluctant to continue to take responsibility for them*". Ver: John Maynard Keynes, *Collected Writings*, volume XII, Macmillan, Londres 1983, pp. 47 y 114-254. E também Nicholas Davenport, 'Keynes in the City', em *Essays on John Maynard Keynes*, Milo Keynes (ed.), Cambridge University Press, Cambridge 1975, pp. 224-225.

[48] Em suma, criou-se uma ilusão, segundo a qual os aparentes crescimentos desorbitados nas vendas de seguros de vida não eram verdadeiros, uma vez que, na realidade, correspondiam a operações radicalmente distintas e alheias à instituição, como a do depósito bancário com reserva fracionária. Assim, estes números perdem completamente o esplendor se, em vez de comparados aos números referentes ao seguro de vida tradicional (muito mais modestos, uma vez que implicam o sacrifício e o compromisso a longo prazo de poupança e previdência para a família), forem comparados com os números globais referentes aos depósitos bancários de cada país (caso em que ficam reduzidas a uma parte não muito significativa). Se as estatísticas setoriais considerarem única e exclusivamente os verdadeiros seguros de vida, a perspectiva pela qual se veem os números voltará a ser a apropriada, desaparecendo a miragem que todos (principalmente o governo) pretendiam ver.

seguro de vida do que fomentar a confusão entre o seguro de vida e o depósito bancário. Começam a reconhecer que todos perderam com a confusão entre os dois tipos de contrato: a instituição tradicional do seguro de vida, que perdeu grande parte das vantagens fiscais que detinha e que foi alvo de intervenções e controle crescente do banco central e das autoridades monetárias dos diferentes países; os clientes, que tomaram seguros de vida pensando que funcionavam como depósitos bancários e *vice-versa*; os bancos, que, em muitas ocasiões, captaram recursos procedentes de verdadeiros depósitos (disfarçados de seguros de vida), que imediatamente pretenderam investir a longo prazo, pondo em risco a solvência; e, por último, as autoridades públicas de supervisão, que foram perdendo controle sobre a instituição do seguro de vida, cujos contornos ficaram muito pouco claros e que foi, em grande medida, englobada por outra (a bancária), que lhe era alheia e cuja fundamentação jurídica e econômica deixa muito a desejar, como podemos observar.

Capítulo 4

O Processo Bancário de Expansão de Crédito

Neste e nos próximos cinco capítulos propomo-nos a analisar, do ponto de vista da teoria econômica, as consequências do descumprimento dos princípios gerais do Direito no contrato de depósito irregular, que já estudamos do ponto de vista jurídico e histórico nos três capítulos anteriores. Concretamente, daremos conta do processo pelo qual os bancos criam créditos e depósitos do nada e as diferentes implicações disso sobre a cooperação social. A consequência mais importante do processo de criação de créditos por parte dos bancos consiste no fato de que, ao efetuarem tal operação sem a correspondente cobertura de poupança voluntária, inevitavelmente, acabam por distorcer a estrutura produtiva real e provocar o recorrente surgimento de crises e recessões econômicas. Após estudarmos a teoria monetária dos ciclos econômicos, analisaremos criticamente as teorias macroeconômicas monetarista e keynesiana e efetuaremos uma breve resenha histórica do conjunto recorrente de crises econômicas que afetaram o mundo ocidental. Por fim, terminaremos o livro com um capítulo dedicado ao estudo da teoria do banco central e do banco livre e com outro capítulo dedicado a analisar a proposta de estabelecer um coeficiente de caixa de 100% para o sistema bancário.

1 Introdução

A teoria econômica sobre a moeda, o sistema bancário e os ciclos econômicos é uma evolução relativamente recente da história do pensamento econômico. Os conhecimentos econômicos que vamos abordar surgiram, portanto, com um grande atraso em relação aos fatos econômicos que pretendem explicar (desenvolvimento das atividades bancárias com reserva fracionária e aparecimento de recorrentes ciclos de auge e recessão) e à respectiva formulação jurídica. E, na verdade, os estudos sobre os princípios jurídicos, a análise de lacunas e contradições dos mesmos, a busca e depuração dos vícios lógicos, etc. começaram muito mais cedo e podem mesmo remontar, como vimos nos capítulos anteriores, à doutrina jurídica clássica romana. Em todo o caso, e seguindo a teoria evolutiva das instituições (jurídicas,

linguísticas e econômicas), segundo a qual elas surgem ao longo de um prolongado processo histórico e incorporam um enorme volume de informação, conhecimentos e experiências, não surpreende que as conclusões a que chegaremos com a análise econômica do contrato de depósito bancário de moeda, tal como se desenvolve atualmente, em grande medida, apoiem e coincidam com os conteúdos legais que, de forma mais intuitiva, já pudemos obter a partir da perspectiva estritamente jurídica nos capítulos anteriores.

A análise a respeito da atividade bancária vai se circunscrever ao estudo do contrato de depósito monetário, que na prática dos bancos se aplica tanto às chamadas contas correntes à ordem, como às contas de poupança e os depósitos a prazo, sempre que nos dois últimos seja permitido, *de fato*, o levantamento do saldo pelo cliente a qualquer momento. Assim, não constituem objeto do nosso estudo as múltiplas atividades que os bancos privados desenvolvem na vida moderna e que não tem qualquer relação com o contrato de depósito monetário irregular. Por exemplo, os bancos modernos oferecem um *serviço de contabilidade e caixa* aos clientes. Dedicam-se também ao câmbio de divisas, seguindo uma tradição que remonta às fases mais antigas quando surgiram as primeiras unidades monetárias. Aceitam depósitos de títulos de valores e se ocupam, em nome dos clientes, de receber os dividendos e os juros das entidades emissoras dos títulos, informando os clientes dos aumentos de capital, reuniões de acionistas, etc. dessas sociedades. Intervêm ainda em operações de compra e venda de títulos por conta dos clientes, por meio de sociedades mediadoras, e proporcionam um serviço de cofre forte nas sucursais. Além disso, os bancos atuam como verdadeiros intermediários financeiros em muitas operações em que atraem empréstimos dos clientes (isto é, quando estes têm consciência de que efetuam um empréstimo ao banco como obrigatários, titulares de certificados ou de verdadeiros "depósitos" a prazo), emprestando os fundos recebidos a terceiros e obtendo lucro pela *diferença de juros* entre o que recebem dos empréstimos que concedem e o que se comprometeram a pagar aos clientes que originalmente lhes concederam empréstimos. Nenhuma destas operações tem relação com o contrato de depósito bancário de moeda, que vamos estudar detidamente nas próximos parágrafos e que, como veremos, constitui, sem dúvida, a operação mais importante realizada pelo sistema bancário atualmente, quer do ponto de vista qualitativo quer quantitativo, e a que tem mais importância econômica e social.

Como já referimos anteriormente, a análise econômica do contrato bancário de depósito monetário é mais uma prova da grande intuição de Hayek, para quem sempre que, mediante o exercício sistemático de coação ou a concessão de vantagens ou privilégios a determinados gru-

pos ou pessoas por parte do estado, se viola algum princípio universal do Direito, acabam por se produzir, de uma forma ou de outra, consequências graves e negativas no processo espontâneo de cooperação social. Esta ideia, que se foi depurando à medida que se desenvolveu a teoria da impossibilidade do socialismo, foi generalizada e passou da aplicação exclusiva em sistemas do chamado 'socialismo real' a todas as áreas ou setores das economias mistas ocidentais nas quais predomina a coação governamental sistemática ou a concessão "odiosa" de privilégios.

Embora, aparentemente, a análise econômica do intervencionismo tenha mais relação com as medidas de coação do estado, não deixa de ser pertinente e reveladora em áreas em que se infringem os princípios tradicionais do Direito por concessão de favores ou privilégios a determinados grupos de interesses. Nas economias modernas há duas áreas principais em que tal fenômeno ocorre. A primeira é constituída pela denominada legislação trabalhista, que regula minuciosamente os contratos de trabalho e as relações entre os agentes que intervêm no mercado de trabalho. Esta legislação concretiza-se não só em medidas coercivas (que impedem que as partes acordem os diferentes aspectos do contrato de trabalho como acharem mais conveniente), mas também na concessão de importantes privilégios a grupos de interesse, aos quais é, em muitos casos, permitido que atuem à margem dos princípios tradicionais do Direito (como acontece, por exemplo, com os sindicatos). A segunda área onde preponderam tanto a concessão de privilégios como a coação institucional, e que constitui o objeto básico de estudo do presente livro, é a monetária, bancária e, em geral, a financeira. Embora se trate de dois campos muito importantes e, portanto, de campos cujo estudo e análise teórica também são urgentes para fundamentar e incentivar as necessárias reformas de liberalização, parece claro que a análise teórica da coação institucional e da concessão de privilégios no âmbito trabalhista é comparativamente menos complexa. Daí que o conhecimento tenha se expandido com maior rapidez e profundidade pelos diferentes estratos sociais, alcançando um significativo nível de desenvolvimento teórico e, até mesmo, de consenso social sobre a necessidade das reformas. Pelo contrário, *o âmbito da teoria da moeda, do crédito bancário e dos mercados financeiros continua a ser um desafio teórico muito importante e um mistério para a maioria dos cidadãos*. De fato, as relações sociais direta ou indiretamente relacionadas com dinheiro são, de longe, as mais abstratas e difíceis de compreender, pelo que o conhecimento social por elas gerado é o mais vasto, complexo e inapreeensível. Destarte, a coação sistemática exercida pelos governos e bancos centrais neste campo é, claramente, a mais perniciosa e prejudicial.[1] Além disso, esse atraso intelectual da teoria monetá-

[1] "O funcionamento da estrutura da moeda e do crédito, juntamente com a linguagem e a moral, é uma das ordens espontâneas que mais resistem à análise do pesquisador, e continua a ser objeto de grandes

ria e bancária acaba por ter efeitos gravosos sobre a evolução da economia mundial, como prova o fato de as economias modernas não terem ainda conseguido se libertar das fases recorrentes de auge e recessão, apesar dos avanços teóricos e dos esforços realizados pelos governos. E mais uma vez, há poucos anos, e apesar de todos os sacrifícios feitos para sanear as economias ocidentais depois da crise dos anos 1970, voltou a se cair indefectivelmente nos mesmos erros de descontrole financeiro, bancário e monetário, que de maneira inevitável, levaram ao surgimento, no início dos anos 1990, de uma nova recessão econômica mundial de magnitude considerável e da qual só recentemente o mundo ocidental conseguiu recuperar.[2] E, de novo, mais recentemente (novembro de 1997) uma grave crise financeira assolou os principais mercados asiáticos, ameaçando se estender ao resto do mundo, o que aconteceu em 2001 com a entrada em recessão das principais economias mundiais.

A análise econômica do Direito e das regulações jurídicas tem como finalidade estudar de forma aprofundada o papel, a influência e os efeitos que estas têm sobre os processos espontâneos de interação social. A análise econômica do contrato de depósito bancário de moeda fará com que seja possível compreender os efeitos do contrato de depósito monetário irregular submetido aos princípios tradicionais do Direito (ou seja, que possua um coeficiente de caixa de 100%) e, por contraste, as consequências perniciosas, imprevistas e que haviam até agora passado despercebidas, de ter sido consentido aos banqueiros o uso, em benefício próprio, do dinheiro que recebem nos depósitos à vista, em violação de tais princípios.

Assim, vamos agora ver como o fato dos banqueiros usarem do dinheiro que recebem em depósitos à vista permite aos bancos *criar* de-

---

discordâncias entre especialistas [...] Os processos seletivos sofreram mais interferências aqui do que em qualquer outro campo: a seleção evolutiva é impedida por monopólios governamentais que tornam impossível a experimentação competitiva [...] A história do tratamento por parte do governo é um incessante exemplo de fraude e engano. Neste aspecto, os governos mostraram ser muito mais imorais do que qualquer instituição privada que tenha tido a possibilidade de conceder moeda em situação de concorrência." Ver F.A. Hayek, *The Fatal Conceit*, pp.102-104.

[2] Além disso, é interessante notar que os excessos monetários e financeiros que causaram esta crise tenham tido origem, sobretudo, nas políticas aplicadas pelas administrações pretensamente neoliberais dos Estados Unidos e do Reino Unido na segunda parte dos anos 1980. Assim, por exemplo, Margaret Thatcher reconheceu que o principal problema econômico do seu mandato surgiu "no setor da procura à medida que o dinheiro e o crédito se expandiram com demasiada rapidez e elevaram vertiginosamente o preço dos bens". Ver: Margaret Thatcher, *The Downing Street Years*, Harper Collins, Nova York, 1993, p. 668. Acresce que o Reino Unido seguiu o mesmo processo de descontrole monetário e de crédito que se tinha iniciado anteriormente nos Estados Unidos a partir da segunda administração Reagan. Estes fatos tornam ainda mais clara a importância de fazer avançar a teoria para evitar que, mesmo no campo liberal, outros líderes políticos caiam nos mesmos erros de Reagan e Thatcher, e permitir que sejam capazes de identificar claramente qual é o sistema bancário e monetário apropriado para uma sociedade livre (sistema sobre que, como é evidente, muitos liberais ainda não têm certeza).

pósitos *do nada* (ou seja, dinheiro em forma de depósitos bancários) e, como consequência, créditos (em forma da poder de compra entregue aos tomadores, sejam empresários ou consumidores), que, no entanto, não resultam de nenhum tipo de geração real de poupança voluntária por parte dos agentes sociais. Neste capítulo, nos limitaremos a demonstrar esta afirmação e algumas de suas implicações, deixando para os capítulos seguintes o estudo dos efeitos econômicos da expansão de crédito, ou seja, a análise das crises e recessões econômicas.

Para seguir o padrão dos primeiros capítulos deste trabalho, começaremos por estudar os efeitos que se produzem do ponto de vista econômico e contábil no caso do contrato de empréstimo ou mútuo. Assim, por comparação, seremos capazes de compreender melhor os efeitos econômicos do contrato, essencialmente distinto, de depósito bancário de moeda.

2
O PAPEL DO BANCO COMO UM VERDADEIRO INTERMEDIÁRIO NO CONTRATO DE EMPRÉSTIMO

Comecemos por supor que um banqueiro recebe um empréstimo de um milhão de unidades monetárias (u.m.) de um dos clientes. Consideremos que se trata de um verdadeiro contrato jurídico de empréstimo, por intermédio do qual o cliente deixa de ter a disponibilidade de um milhão de unidades monetárias em forma de bens presentes que poderia ter gasto e a que renuncia por um período de tempo ou prazo (elemento essencial do contrato) de um ano. Em troca dessa entrega de bens presentes, o banqueiro compromete-se a devolver, decorrido um ano, uma quantidade superior àquela que recebeu inicialmente. Supondo que a taxa de juro acordada seja de 10%, o banqueiro deverá devolver, um ano depois, um milhão e cem mil unidades monetárias. O lançamento em livro que se faz quando se efetua o empréstimo é o seguinte:

(1) Banco A	
ATIVO	PASSIVO
1.000.000 u.m. caixa (entrada no caixa do banco)	Empréstimo recebido 1.000.000 u.m (cta. de credores)

Do ponto de vista econômico, é evidente que neste contrato há uma simples troca de bens presentes, cuja disponibilidade se transpassa do emprestador ao banco, por bens futuros, que o banco A se compromete a entregar, no prazo de um ano, ao emprestador. *Do*

ponto de vista monetário, não se produz, portanto, nenhum efeito. Acontece simplesmente que um determinado número de unidades monetárias, que estava à disposição do emprestador, passam a estar à disposição do banco (durante um período predeterminado de tempo). Assim, deu-se uma simples transferência de um milhão de u.m. de uma pessoa para outra, mas não se verifica, de forma alguma, qualquer variação no número total de unidades monetárias preexistentes como consequência desta transação.

O lançamento (1) pode ser interpretado como o lançamento efetuado no diário no dia em que se formaliza o contrato e se entrega o milhão de u.m. do emprestador ao banco. Pode também ser considerado como o estado do balanço do banco A formalizado imediatamente depois de realizada a operação e que regista no lado esquerdo (ativo do balanço) um milhão de u.m. Em caixa e do lado direito (passivo do balanço), a dívida de um milhão de u.m. contraída com o emprestador.

Suponhamos igualmente que o banco A realiza esta operação porque vai acordar, por sua vez, emprestar um milhão de u.m. a uma empresa Z, que precisa delas com urgência para financiar algumas de suas operações, e que está disposta a pagar 15 % de juros por ano para obter o empréstimo do banco A.[3]

Assim, quando o banco A empresta o dinheiro à empresa Z, será efetuado um lançamento no seu diário, para refletir a saída de caixa de um milhão de u.m. e a substituição desse ativo pelo reconhecimento da dívida da empresa Z a favor do banco. O lançamento é o seguinte:

(2)	Banco A	
ATIVO		PASSIVO
1.000.000 Empréstimo concedido (conta de devedores)	Caixa (saída de caixa)	1.000.000

Neste caso, o banco A atua claramente como um verdadeiro *intermediário financeiro*, ao perceber e ao tirar proveito da existência de uma oportunidade empresarial em que pode obter lucro.[4] De fato, o banco nota que existe uma oportunidade de lucro, uma vez que em determi-

[3] Poderia considerar, igualmente, que o banco A tinha utilizado esse dinheiro em forma de empréstimos para o consumo ou para efetuar empréstimos a curto prazo ao comércio, como é o caso do desconto de letras a três, seis, nove e doze meses de vencimento. Para efeitos da nossa análise, a consideração de qualquer destes usos é irrelevante.

[4] Sobre a essência da função empresarial que consiste na descoberta e no aproveitamento de oportunidades de ganhos e lucros e os lucros empresariais puros a que a mesma dá lugar, pode consultar-se o capítulo II de Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., pp. 41-86.

nado lugar do mercado há um emprestador disposto a emprestar-lhe dinheiro a uma taxa de juro de 10% e noutro uma empresa Z disposta a contrair um empréstimo pecuniário a uma taxa de juro de 15%, ou seja, com um diferencial de lucro de 5 %. O banco faz, portanto, de intermediário entre o emprestador inicial e a empresa Z e *a sua função social consiste, precisamente, em notar o desajuste ou a descoordenação existente* (o emprestador inicial desejava emprestar o dinheiro, mas não encontrava ninguém solvente que estivesse disposto a recebê-lo, ao passo que a empresa Z necessitava de obter urgentemente o empréstimo de um milhão de u.m., sem saber onde encontrar o emprestador adequado). Ao obter o empréstimo de um concedendo-o a outro, o banco satisfaz as necessidades subjetivas de ambos, obtendo, ainda, um *lucro empresarial puro*, em forma do diferencial de juros, de 5%.

De fato, decorrido um ano, a empresa Z devolverá o milhão de unidades monetárias ao banco A, com os 15 % de juros acordados. Os lançamentos serão os seguintes:

(3)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
1.000.000 Caixa		Empréstimo concedido (anulação)	1.000.000
150.000 Caixa (receitas do exercício)		Juros recebidos da Empresa Z (receitas do exercício)	150.000

Por sua vez, o banco A, deverá, pouco depois, cumprir o contrato inicialmente acordado com o emprestador original, devolvendo-lhe o milhão de unidades monetárias que se tinha comprometido a pagar decorrido um ano, juntamente com 10% de juros. Os lançamentos serão os seguintes:

(4)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
1.000.000 Empréstimo recebido (anulação)		Caixa	1.000.000
100.000 Pagamento de juros (gastos do exercício)		Caixa	100.000

Ou seja, o banco devolve o empréstimo, regista a saída do caixa de um milhão de unidades monetárias que tinha recebido previamente da empresa Z e adiciona a esse milhão de unidades monetárias, também registado em caixa, 100.000 u.m de juros que paga ao emprestador original e que se registam na Conta de Perdas e Ganhos do banco como um custo em forma de pagamento de juros no exercício.

Depois desses lançamentos, no final do exercício, a conta de perdas e ganhos do banco será a seguinte:

(5) Banco A — Perdas e Ganhos (durante o exercício)			
ATIVO (GASTOS)		PASSIVO (RECEITAS)	
Juros pagos	100.000	Juros recebidos	150.000
Lucro do exercício (saldo credor)	50.000		
Total ativo	150.000	Total passivo	150.000

Esta conta de perdas e ganhos reflete, na contabilidade, um lucro empresarial do exercício de 50.000 u.m., um saldo credor da conta que se obtém pela diferença entre as receitas do exercício (150.000 u.m. de juros recebidos) e os gastos do exercício (100 000 u.m de juros pagos).

No final do exercício, o balanço do banco A seria o seguinte:

(6) Banco A — Balanço (no fim do exercício)			
ATIVO		PASSIVO	
Caixa	50.000	Patrimônio líquido (Lucro do exercício)	50.000
Total ativo	50.000	Total passivo	50.000

No balanço de fim de exercício, podemos observar que no Ativo do banco ficam disponíveis 50.000 u.m. em caixa, que correspondem ao lucro do exercício, que passou a estar incluído na conta de patrimônio líquido (capital ou reservas) do Passivo.

As conclusões que podemos tirar sobre a atividade do banco, que acabamos de descrever de forma contábil, e que se baseia em receber e conceder um empréstimo ou mútuo são as seguintes: *primeira*, o emprestador original renuncia durante um ano à disponibilidade de bens presentes no valor de um milhão de u.m.; *segunda*, a disponibilidade desse dinheiro foi entregue durante precisamente o mesmo período ao banco A; *terceira*, o banco A descobriu uma oportunidade de lucro, uma vez que sabia da existência de um tomador, a empresa Z, que estava disposto a pagar uma taxa de juro superior à que o banco se havia comprometido pagar; *quarta*, o banco efetuou um empréstimo à empresa Z, assim renunciando, por sua vez, à disponibilidade de um milhão de u.m. durante um ano; *quinta*, a empresa Z conseguiu a disponibilidade de um milhão de u.m. durante um ano para expandir

os negócios; *sexta*, desta forma, durante o período de um ano, o número de u.m. não varia, simplesmente passa do emprestador original para a empresa Z via intermediário — o banco A —; *sétima*; por sua vez, a empresa Z conseguiu, no processo empresarial, receitas que lhe permitiram pagar cento e cinquenta mil u.m. de juros (estas cento e cinquenta mil u.m. não representam qualquer criação de moeda, sendo simplesmente obtidas pela empresa Z como resultado das atividades de compra e venda); *oitava*, decorrido um ano, a empresa Z devolveu um milhão de u.m. ao banco A, e o banco A, por sua vez, devolveu-o ao emprestador original juntamente com cem mil u.m. de juros; *nona*, consequência de tudo isto, o banco A obteve um lucro empresarial de cento e cinquenta mil u.m. (diferença entre o valor de juros que pagou ao emprestador original e o que recebeu da empresa Z), um lucro empresarial puro que foi resultado da legítima atividade empresarial de intermediação.

Como é lógico, o banco A poderia ter se equivocado na ocasião da seleção da empresa Z, quer em relação ao risco que com ela assumia, quer em relação à estimativa quanto à capacidade para devolver o empréstimo recebido e pagar os juros. Assim, o sucesso da atividade bancária nesse caso depende não só de levar a operação com a empresa Z a um bom fim, mas também de que a obrigação (devolver o milhão de u.m. e 10 % de juros ao emprestador original) vença *depois* de a empresa Z devolver o empréstimo juntamente com o pagamento de 15 % de juros. Desta forma, o banco pode manter a solvência e evitar qualquer incidente. No entanto, os bancos, como qualquer outro empresário, estão sujeitos ao possível erro empresarial. Por exemplo, pode acontecer de a empresa Z não ser capaz de devolver a tempo o montante acordado ao banco, ou até suspender os pagamentos ou falir, o que acabaria por tornar o banco A insolvente também, uma vez que ficaria impossibilitado de devolver o empréstimo ao emprestador original. Porém, este risco não é diferente do risco assumido em qualquer outra atividade empresarial do mercado e pode ser facilmente minorado com o exercício de uma atividade prudente e ponderada por parte do banco. Além disso, enquanto durar a operação (ao longo do exercício), o banco mantém a plena solvência e não tem qualquer problema de liquidez, uma vez que *não tem obrigação de fazer qualquer pagamento enquanto o contrato de empréstimo com o emprestador original não vença*.[5]

---

[5] Murray N. Rothbard, referindo-se à atividade dos bancos como verdadeiros intermediários entre emprestadores originais e tomadores finais, diz que: "*the bank is expert on where its loans should be made and to whom, and reaps the reward of this service. Note that there has still been no inflationary action by the loan bank. No matter how large it grows, it is still only tapping savings from the existing money stock and lending that money to others. If the bank makes unsound loans and goes bankrupt, then, as in any kind of insolvency, its shareholders*

3
O papel do banco em um contrato de depósito bancário de moeda

Os fatos econômicos e os respectivos processos contábeis envolvidos em um contrato de depósito bancário de moeda são muito distintos dos que estudamos na seção anterior, relativa ao empréstimo ou mútuo (analisado em primeiro lugar precisamente com o objetivo de, por contraste, se ilustrarem melhor as diferenças essenciais existentes entre os dois contratos.)

Para começar, interessa dizer que quando se efetua um depósito *regular* (ou selado), por exemplo, de um número determinado de unidades monetárias perfeitamente identificadas individualmente, não há necessidade de que a pessoa que o recebe o contabilize no Ativo ou no Passivo, uma vez que não se dá nenhum tipo de transferência de propriedade. No entanto, tal como vimos ao analisarmos a essência jurídica do respectivo contrato, no depósito irregular (ou aberto), por se tratar de um depósito de bens fungíveis, em que não é possível distinguir individualmente as unidades depositadas, ocorre certa transmissão de "propriedade", uma vez que o depositário fica obrigado a devolver, não as mesmas unidades que recebeu (o que é impossível, dada a dificuldade de identificar especificamente as unidades do bem fungível recebidas), mas uma quantidade e qualidade equivalente à recebida (o chamado *tantundem*). No entanto, ainda que se verifique certa transmissão da propriedade, não existe transmissão da disponibilidade do bem a favor do depositário, uma vez que este, por se obrigar à guarda e custódia contínua do *tantundem*, deverá manter sempre à disposição do depositante um número e qualidade de unidades iguais às originalmente recebidas (embora não tenha se trate das mesmas unidades individuais especificas). Assim, a única justificação para que o depositário faça o registo contábil do contrato de depósito está ancorada, precisamente, na transmissão de propriedade vinculada ao contrato de depósito irregular, embora deva ser assinalado que, dado o limitadíssimo conteúdo dessa transmissão de propriedade (que não equivale a transmissão alguma da disponibilidade), a contabilidade, deveria se efetuar, quando muito, por intermédio de simples "contas de ordem" e com objetivos meramente informativos. Suponhamos que nos encontramos no alvorecer do desenvolvimento dos bancos com reserva fracionária e que um

and creditors will suffer losses. This sort of bankruptcy is little different from any other: unwise management or poor entrepreneurship will have caused harm to owners and creditors. Factors, investment banks, finance companies, and money-lenders are just some of the institutions that have engaged in loan banking." Murray N. Rothbard. *The Mystery of Banking*, Richardson & Snyder, Nova York. 1983, pp. 84-85.

depositante qualquer, o senhor X, decide depositar um milhão de u.m. no banco A (ou, se preferirmos, que qualquer pessoa decida hoje abrir uma conta corrente em um banco depositando um milhão de u.m.). Trata-se, neste segundo caso, de um verdadeiro contrato de depósito, embora irregular, dado o caráter fungível do dinheiro. Ou seja, a causa ou motivo essencial do contrato é a vontade que o depositante X tem de que o banco A lhe *guarde ou custodie* o milhão de u.m. A pessoa X considera que, embora tenha aberto uma conta corrente tem a *disponibilidade imediata* de um milhão de u.m. em qualquer momento e para qualquer finalidade, dado que se trata de um depósito à vista. Economicamente, para a pessoa X, o milhão de u.m. está à plena disposição em qualquer momento, fazendo, assim, parte dos saldos de tesouraria. Ou seja, apesar de terem sido depositadas no banco A, trata-se de unidades monetárias que, do ponto de vista subjetivo, a pessoa X tem à sua disposição, como se estivessem na carteira. Assim, o lançamento efetuado como consequência do contrato de depósito irregular é o seguinte:

(7)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
1.000.000 Caixa		Depósito à vista (realizado pelo Sr. X)	1.000.000

Verificamos que, embora o banco A tenha legitimidade para fazer este lançamento, uma vez que existe transferência da propriedade das unidades monetárias e que estas são colocadas de forma indistinguível nos cofres da insituição financeira, os respectivos lançamentos deveriam afetar apenas as contas de ordem ou informação, uma vez que, na verdade, apesar de o banco ter recebido a propriedade das unidades monetárias, não a recebeu na plenitude, mas completamente restringida, no sentido em que a plena disponibilidade das unidades monetárias é mantida sem alteração pelo depositante X.

Tirando a observação anterior, ainda não aconteceu nada de excepcional do ponto de vista da economia e da contabilidade. Uma pessoa X, realizou um depósito monetário irregular no banco A. *Até agora*, deste contrato não resultou nenhuma modificação na quantidade de moeda existente, que continua a ser de um milhão de u.m. à disposição da pessoa X, colocado no banco A para própria conveniência. Talvez a conveniência tenha origem no desejo que X tem de guardar seu dinheiro da melhor forma, evitando os perigos que podem acontecer na própria casa (roubos, perdas), bem como na vontade de obter um serviço de caixa e de pagamentos por parte do banco. Assim, a pessoa X evita ter de trazer dinheiro no bolso e pode fazer pagamentos via simples assinatura em um cheque e dar instruções ao banco para que, no fim de cada mês, lhe

envie o resumo de todas as operações efetuadas. Todas estas atividades do banco são serviços de valor suficiente para justificar que a pessoa X tenha decidido depositar o dinheiro no banco A. Além disso, justifica-se plenamente que o banco A cobre tais serviços ao depositante X. Suponhamos que o preço acordado para os serviços é de 3 % da quantidade depositada por ano (poderia ser também um montante fixo, sem relação com a quantia depositada, mas, para efeitos de ilustração, vamos supor que o custo dos serviços depende do montante global depositado), com a qual o banco pode fazer frente aos custos operativos de prestar esses serviços, obtendo ainda uma pequena margem de lucro. Se supusermos que os custos operativos são equivalentes a 2 % da quantidade depositada, o lucro obtido pelo banco será de 1 % ao ano, ou seja, dez mil u.m. Assumindo que o cliente, o Sr. X, paga, efetivamente, o custo anual dos serviços, que ascende a trinta mil u.m., os lançamentos que resultariam da prestação dos serviços mencionados acima seriam os seguintes:

(8) Banco A

Ativo	Passivo	
30.000.000 Caixa	Receitas procedentes do cliente X por pagamento de prestação de serviços	30.000
20.000 Gastos operativos do banco na prestação de serviços	Caixa	20.000

E a conta de perdas e ganhos e o balanço do banco A no fim do exercício seriam os seguintes:

(9) Banco A
Perdas e Ganhos (durante o exercício)

Ativo (gastos)		Passivo (receitas)	
Gastos operativos	20.000	Receitas recebidas por prestação de serviços	30.000
Lucro do exercício (saldo credor)	10.000		
Total Ativo	30.000	Total Passivo	30.000

Balanço
(no fim do exercício)

Ativo		Passivo	
Caixa	1.010.000	Patrimônio líquido (Lucro do exercício)	10.000
		Depósito à vista	1.000.000
Total de ativo	1.010.000	Total de passivo	1.010.000

Como vemos, até agora não se há nada de estranho ou de surpreendente no que diz respeito aos fatos econômicos e à contabilidade decorrentes do contrato de depósito monetário irregular. O banco obteve um pequeno lucro legítimo, a partir da atividade como prestador de serviços, avaliada pelo cliente em trinta mil unidades monetárias. Da mesma forma, não houve qualquer tipo de alteração na quantidade de moeda, tendo apenas aumentado o dinheiro em caixa no banco, depois de todas as transações, em dez mil unidades monetárias de lucro empresarial puro, obtido pela prestação de serviços ao cliente. Este preço (trinta mil u.m.) foi superior ao custo operativo dos serviços prestados (vinte mil u.m.).

Por fim, dado que o depositante considera que o dinheiro que está depositado no banco A está sempre à disposição, como se estivesse no próprio bolso ou guardado em casa (ou melhor), ele não tem direito a qualquer compensação adicional, como ocorreria no caso do empréstimo, um contrato radicalmente diferente, em que seria obrigado a renunciar à disponibilidade de um milhão de u.m. de bens presentes (isto é, a *emprestar*) e a entregá-la ao tomador em troca dos juros correspondentes juntamente com a devolução do capital principal um ano depois.[6]

4
Os efeitos decorrentes do uso dos depósitos à vista pelo banqueiro: o caso de um banco em particular

No entanto, e como vimos no capítulo II, os banqueiros não tardaram a sentir a tentação de violar a norma tradicional de conduta que, no depósito monetário irregular, exige a manutenção contínua da disponibilidade do *tantundem* a favor do depositante, e acabaram por usar em benefício próprio pelo menos parte do dinheiro depositado. Já apresentamos, no capítulo III, os comentários de Saravia de la Calle sobre essa tentação humana. Agora interessa realçar que a tentação é muito grande, quase insuportável, dado *o grande lucro que proporciona*. Este uso do dinheiro dos depositantes começou por ser efetuado de forma envergonhada e secreta, como aconteceu nos diferentes casos históricos das instituições bancárias que analisamos no capítulo II, em uma época em

[6] Vejamos a explicação de Ludwig von Mises nas suas próprias palavras: "*Therefore the claim obtained in exchange for the sum of money is equally valuable to him whether he converts it sooner or later, or even not at all; and because of this it is possible for him, without damaging his economic interests, to acquire such claims in return for the surrender of money* without demanding compensation for any difference in value arising from the difference in time between payment and repayment, such, of course, as does not in fact exist" (grifo nosso). Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 301.

que os banqueiros ainda tinham a consciência de que o procedimento era evidentemente errado. Só mais tarde, e depois de muitos séculos e vicissitudes, os banqueiros conseguiram que a violação do princípio tradicional do Direito se efetuasse de forma aberta e legal, uma vez que tiveram a fortuna de obter do governo o privilégio para utilizar o dinheiro dos depositantes (geralmente na forma de créditos muitas vezes concedidos inicialmente ao próprio governo).[7] A seguir vamos ver como é que os banqueiros contabilizam a apropriação de depósitos à vista, começando com a análise de caso de um banco individual e deixando para mais tarde o estudo do sistema bancário no conjunto.

O sistema de contabilidade da Europa Continental

Existem, tradicionalmente, dois sistemas de contabilidade para o fenômeno que estamos a tratar: o da Europa Continental e o anglo-saxão. O sistema continental tem por base a falsa noção de que, para o depositante, o contrato de depósito irregular é um verdadeiro contrato de depósito, ao passo que, para o banqueiro, é um contrato de mútuo ou empréstimo. Neste caso, o Sr. X deposita um milhão de u.m. "à vista" no banco A e o banco A recebe o dinheiro não como um depósito, mas como um empréstimo, que pode usar livremente, considerando que o depositante não vai ter conhecimento deste fato nem vai ser afetado por ele. Além disso, o banco estima que, mantendo em caixa apenas uma parte dos depósitos como *reserva de segurança*, será capaz de fazer frente aos levantamentos feitos pelos depositantes. Isto acontece porque, como a experiência parece demonstrar, em

[7] Stephen Horwitz afirma que, historicamente, o ato original de apropriação indébita do dinheiro dos depositantes por parte dos banqueiros foi *"an act of true entrepreneurship as the imaginative powers of individual bankers recognized the gains to be made through financial intermediation"*. Por razões dadas no texto principal, esta afirmação nos parece perigosamente errônea. Por um lado, como se verá no texto, não há intermediação financeira na apropriação de depósitos à vista, mas uma estranha criação do nada de novos depósitos. Por outro, quanto ao pretenso "meritório" ato de "criatividade empresarial", não nos parece que possa, de forma alguma, ser diferenciado da "empresarialidade criativa" de qualquer outro ato criminoso, por meio do qual o criminoso "tenha empresarialmente a percepção"de que tira benefício da fraude a terceiros ou da apropriação de bens alheios à força. Ver: Stephen Horwitz, *Monetary Evolution, Free Banking, and Economic Order*, Westview Press, Oxford e San Francisco 1992, p. 117. E ainda, Gerald P. O'Driscoll, "An Evolutionary Approach to Banking and Money", cap. 6 de *Hayek, Co-ordination and Evolution: His Legacy in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Jack Birner e Rudy van Zijp (eds.), Routledge, Londres 1994, pp. 126-137. Murray N. Rothbard foi, talvez, quem mais clara e rotundamente criticou a ideia de Horwitz, segundo a qual *"all men are subject to the temptation to commit theft or fraud ... Short of this thievery, the warehouseman is subject to a more subtle form of the same temptation: to steal or 'borrow' the valuables 'temporarily' and to profit by speculation or whatever, returning the valuables before they are redeemed so that no one will be the wiser. This form of theft is known as* embezzlement, *which the dictionary defines as 'appropriating fraudulently to one's own use, as money or property entrusted to one's care'."* Murray N. Rothbard, *The Mystery of Banking*, ob. cit., p. 90. No que respeita à classificação jurídica do fato descrito como crime de apropriação indébita, consultar o capítulo I.

condições normais e dada a confiança conquistada com o passar dos anos com a guarda e proteção dos depósitos dos clientes, são muito raros os casos em que os clientes tentam levantar uma quantidade de moeda superior à referida margem de segurança ou coeficiente de reserva, dando-se ainda o caso de muitas saídas serem compensadas com as entradas de novos depósitos de clientes. Assim, se o banqueiro considerar que, por exemplo, 10 % de reserva de segurança (também denominada *coeficiente de caixa* ou *encaixe*) é suficiente para fazer frente aos putativos levantamentos de depósitos, ficará com os 90 % restantes disponíveis, ou seja, novecentas mil u.m., para usar em benefício próprio. No sistema de contabilidade continental, esse evento econômico seria representado do seguinte modo:[8]

Em primeiro lugar, quando ocorre o depósito à vista, o lançamento a efetuar será idêntico ao do exemplo (7), com a diferença de que, neste caso, não se considera como conta de ordem.

(10)	Banco A	
ATIVO		PASSIVO
1.000.000 Caixa	Depósito à vista recebido de X	1.000.000

Uma vez que o banco cai na tentação de apropriar-se da maior parte do *tantundem*, que deveria manter em caixa ao dispor do depositante, o lançamento efetuado é:

(11)	Banco A	
ATIVO		PASSIVO
900.000 Empréstimo a Z	Caixa	900.000

No momento em que o banqueiro se apropria do dinheiro e o empresta a Z, dá-se um fato econômico de grande importância: são criadas *ex nihilo*, ou seja, do nada, novecentas mil u.m. De fato, o motivo essencial por que a pessoa X realizou o seu depósito à vista de um milhão de u.m. foi a guarda e custódia e, subjetivamente, tal pessoa acredita, com razão, que mantém a total disponibilidade do seu dinheiro, tal como manteria se estivesse no próprio bolso, ou, até, melhor. Ou seja, para todos os efeitos, a pessoa X continua a conservar um milhão de u.m. de tesouraria como se estivesse "em seu poder", uma vez que, de acordo com o contrato

[8] Para a descrição dos diferentes sistema contábeis, inglês e continental, e de como, em última instância, dão origem a resultados econômicos idênticos, ver F.A. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, (1933), Augustus M. Kelley, Clifton, Nova Jersey, 1975, pp. 154 e ss.

realizado, goza de absoluta disponibilidade. Do ponto de vista econômico, não há dúvidas de que o milhão de u.m. que X depositou no banco A continua a ser parte dos saldos de tesouraria. No entanto, quando o banco se apropria de novecentas mil u.m. dos depósitos e os empresta a Z, gera imediatamente do nada uma nova capacidade de compra e transfere-a para Z, que obtém o empréstimo, recebendo novecentas mil u.m. É evidente que, quer do ponto de vista subjetivo quer do ponto de vista objetivo, a partir desse momento, Z goza da disponibilidade de novecentas mil u.m. e que essas unidades monetárias são transferidas para ele.[9] Assim, *houve um aumento da quantidade de moeda em circulação no mercado, uma vez que dois agentes econômicos diferentes consideram simultaneamente, e com razão, duas coisas distintas: um, que tem à sua disposição um milhão de u.m. e o outro, que tem novecentas mil. Ou seja, ao contrário do que sucedia a respeito do contrato de empréstimo ou mútuo, que já analisamos, a apropriação por parte do banco de novecentas mil unidades recebidas anteriormente em depósito tem como consequência o crescimento, em novecentas mil u.m, dos saldos de tesouraria existentes no mercado.*

Interessa também saber a localização do dinheiro existente no mercado a partir do momento da apropriação do depósito pelo banco. É evidente que o número de unidades monetárias cresceu no mercado até um milhão e novecentas mil unidades, dado que diferentes agentes econômicos consideram subjetivamente terem à disposição um milhão e novecentas mil u.m. para trocar no mercado e, como sabemos, o dinheiro é o meio de troca por excelência. No entanto, a materialização desse dinheiro varia muito, conforme consideremos o caso daquele que recebe o empréstimo (Z) ou daquele que realiza os depósitos (X). De fato, Z dispõe de novecentas mil unidades *físicas* de moeda (por exemplo, na forma de moeda *mercadoria*, papel moeda ou *fiat money*), ao passo que o depositante X tem uma conta corrente no valor de um milhão de u.m. Considerando que o banco guardou como reserva de segurança ou coeficiente de caixa, na própria caixa forte, cem mil u.m., a diferença entre um milhão e novecentas mil u.m. e um milhão de u.m. existentes fisicamente (1.900.000 u.m. de total de oferta monetária menos 900.000 u.m. em poder de Z e 100.000 que o banco tem em caixa é igual a 900.000 u.m. que não estão materializadas fisicamente em parte alguma) constitui um dinheiro criado pelo banco a partir do nada. Uma vez que este dinheiro carece do correspondente lastro e existe graças à confiança que o depositante tem no banco A, dizemos que se trata de *meio fiduciário*. É importante realçar que os depósitos à vista são, para todos os efeitos, como as unidades *físicas*, ou seja, são *substitutos monetários* perfeitos. O depositante pode utilizá-los para efetuar pagamentos em qualquer momento por meio da

[9] O dinheiro é o único ativo *perfeitamente* líquido.

emissão de um cheque, no qual escreve o montante que pretende pagar e dá ordem ao banco para que se efetue o pagamento. Ora, à parte destes substitutos monetários perfeitos, que são os depósitos à vista, os que não estão completamente cobertos por unidades físicas na caixa do banco, ou seja, as 900 000 u.m. de depósitos do nosso exemplo sem lastro no banco, chamamos *meios fiduciários*.[10]

Os depósitos à vista que estão cobertos pela correspondente reserva de caixa no banco (no nosso exemplo, um montante de cem mil u.m.) são também chamados de *depósitos primários*, ao passo que a parte dos depósitos à vista que carece de lastro na reserva do banco e que são meios fiduciários, também se denomina *depósitos secundários* ou *depósitos derivados*.[11]

Uma vez violado o princípio do Direito segundo o qual ninguém pode se apropriar de um depósito que recebe em custódia, deixando de manter 100 % do *tantundem*, é natural que os bancos tenham tenta-

---

[10] "*If the money reserve kept by the debtor against the money-substitutes issued is less than the total amount of such substitutes, we call that amount of substitutes which exceeds the reserve* fiduciary media." Ludwig von Mises, *Human Action*, p. 430. Mises esclarece que geralmente não é possível dizer se um determinado substituto monetário é ou não um meio fiduciário. Quando escrevemos um cheque, não sabemos (porque o banco não nos informa diretamente) que parte do valor está coberta por unidades monetárias físicas, pelo que, do ponto de vista econômico, não sabemos qual parte do dinheiro que estamos pagando é meio fiduciário e qual parte corresponde a unidades monetárias físicas.

[11] Esta é a terminologia que mais se generalizou graças à clássica obra de Chester Arthur Phillips, Segundo o qual "*a* primary deposit *is one growing out of the lodgement of cash or its equivalent and not out of credit extended by the bank in question ...* derivative deposits *have their origins in loans extended to depositors ... they arise directly from a loan, or are accumulated by a borrower in anticipation of the repayment of a loan.*" Ver *Bank Credit: A Study of the Principles and Fators Underlying Advances Made by Banks to Borrowers*, The Macmillan Company, Nova Iorque 1920 e 1931, pp. 34 e 40. Temos, no entanto, de criticar Phillips por definir os "depósitos derivados" em função de a origem estar na concessão de um crédito, uma vez que, embora isso seja o mais comum, o depósito derivado existe desde o preciso momento em que o banco use, para a concessão de créditos ou *para qualquer outra finalidade*, uma parte dos depósitos recebidos, que assim se convertem *ipso fato* em meios fiduciários ou depósitos derivados. A este propósito, ver Richard H. Timberlake, "A Reassessment of C.A. Phillips' Theory of Bank Credit", *History of Political Economy*, 20:2, 1988, pp. 299-308, onde Phillips também é criticado por não notar que o depósito derivado existe desde o momento em que o banco utiliza uma parte do dinheiro recebido em depósito em benefício próprio (em forma de empréstimo ou de qualquer outro uso particular). Phillips, pelo contrário, considerava que todos os depósitos originais eram primários e que os depósitos derivados só começavam a existir quando o dinheiro emprestado se fosse espalhando por todo o sistema bancário mediante um processo expansivo que analisaremos mais adiante. Timberlake acha surpreendente que haja poucos textos de economia que reconhecem que no preciso momento em que o banco se apropria de uma parte dos depósitos à vista, se cria dinheiro bancário. No entanto, Samuelson, no seu conhecido tratado de economia (*Economía*, Paul A. Samuelson and William D. Nordhaus, 14.ª edição, McGraw-Hill, Madrid 1993, pp. 616-617), reconhece perfeitamente esta realidade e, em um exemplo muito parecido com o nosso, conclui que "o banco criou dinheiro, Como? Adicionou às mil unidades monetárias iniciais de depósitos apresentados no lado direito do quadro, novecentas unidades monetárias de depósitos à vista noutra conta (ou seja, a conta corrente da pessoa que recebeu as novecentas u.m.). Desta forma, a quantidade total de oferta monetária passou a ser de mil e novecentas unidades monetárias. *A atividade do banco criou novecentas unidades monetárias de moeda nova*" (Itálicos acrescentados).

do justificar a atividade e procurado se defender com o argumento de que, na realidade, receberam o dinheiro *como se* tratasse de empréstimo. De fato, se o banco considerar que o dinheiro recebido é um empréstimo, não existe nenhuma ilegitimidade na conduta e, do ponto de vista econômico e contábil, está apenas se dedicando à lídima e necessária atividade bancária de intermediação entre emprestadores e tomadores. No entanto, surge aqui um diferença essencial: o dinheiro foi entregue ao banco por meio de um contrato de depósito e não, mediante um contrato de empréstimo. Isto é, quando efetuou a operação de depósito, a pessoa X não tinha a menor intenção de abdicar da disponibilidade de bens presentes em troca de obter um montante um pouco superior (na forma de juros) de bens futuros. A pretensão era, pelo contrário, a melhoria da guarda e custódia do próprio dinheiro e a obtenção de outros serviços periféricos (de caixa e contabilidade), mantendo, contudo, sempre inalterada a perfeita e plena disponibilidade ou liquidez do *tantundem* a seu favor. E é precisamente por não haver troca de bens presentes por bens futuros que nos encontramos perante um fato econômico radicalmente distinto, que faz com que, quando o banco empresta 90 % do dinheiro que tem em caixa, sejam geradas do nada novecentas mil u.m. de meios fiduciários ou depósitos derivados.

Por outro lado, a partir de agora deverá entender-se claramente que se o banco usar o dinheiro para emprestar a Z, como assumimos no nosso exemplo e como costuma ser na prática, esse empréstimo ou crédito envolve uma entrega de bens presentes em troca de bens futuros, que, porém, *não está coberta em parte alguma do mercado por um anterior e necessário aumento da poupança voluntária de novecentas mil u.m.* De fato, o banco cria dinheiro do nada, que empresta em forma de bens presentes a Z, sem que ninguém se tenha obrigado a poupar previamente esse montante. Por isso, o depositante original X continua a pensar subjetivamente que tem ao seu dispor a integridade do milhão de u.m que depositou no banco, ou seja, que dispõe de um ativo plenamente líquido (dinheiro) no valor de um milhão de u.m. Ao mesmo tempo, o tomador Z recebe, para os investimentos, 900.000 u.m. de liquidez nova que não resultam de poupança prévia de ninguém. Ou seja, duas pessoas diferentes pensam dispor perfeita e simultaneamente da mesma liquidez de 900.000 u.m correspondente à parte do milhão de u.m depositado no banco e emprestadas por este a Z (depósito derivado). Torna-se, assim, óbvio que o banco cria uma liquidez que não existia, e que é investida sem que previamente seja efetuada qualquer poupança. Este fenômeno possui um importância econômica de monta, que será estudada detidamente nos próximos capítulos e que, como veremos, é a principal causa do surgimento recorrente de crises e recessões econômicas.

Depois de o banco efetuar o empréstimo a Z, o seu balanço é o seguinte:

(12)	Banco A Balanço (no fim do exercício)		
Ativo			Passivo
Caixa	100.000	Depósito à vista	1.000.000
Empréstimos Concedidos	900.000		
Total de ativo	1.000.000	Total de passivo	1.000.000

O banqueiro terá tendência a enganar a si mesmo, ao pensar que recebeu o dinheiro do depositantes como se fosse um empréstimo. Além disso, nunca se lembrará de pensar que, ao conceder o empréstimo à empresa Z, criou novecentas mil u.m. do nada e, muito menos, que concedeu um empréstimo que não está coberto por um aumento prévio da poupança efetiva de ninguém. Acresce que o banqueiro pensará que a reserva de cem mil u.m. mantida em caixa, decorrente da decisão de manter um coeficiente de segurança de 10 %, é mais do que suficiente, de acordo com a "experiência", para fazer frente aos levantamentos *normais*[12] de depósitos dos clientes, uma vez que leva em linha de conta a compensação natural entre os levantamentos e as aberturas de novos depósitos. Toda esta teia se torna possível graças à confiança que os clientes têm de que o banco cumprirá os compromissos futuros, confiança essa que o banco vai ganhando por exercer, durante um longo período de tempo, a atividade de guarda e custódia de moeda, de forma impecável e sem incorrer em qualquer tipo de apropriação indébita.[13] Pode compreender-se que um banqueiro não conheça a teoria econômica e que, portanto, não reconheça os fatos econômicos fundamentais que acabamos de explicar. Mais difícil é desculpar que ao apropriar-se indevidamente dos depósitos descumpra os princípios tradicionais do Direito, que, na ausência de uma teoria explicativa dos processos sociais envolvidos, constituem o único guia seguro de atuação capaz de evitar grandes danos. No entanto, qualquer pessoa inteligente, seja ou não banqueira, deveria ser capaz de notar alguns indícios do que realmente acontece. Porque é que é necessário que o banqueiro mantenha *algum* coeficiente de caixa? Não perceberá que nas operações em que intervém legitimamente

[12] Porém, vamos demonstrar mais adiante que o próprio sistema de atividade bancária com reserva fracionária gera regularmente levantamentos *anormais* (maciços) de depósitos aos quais não é possível fazer frente com um coeficiente de reserva fracionária.

[13] Referimo-nos, como é evidente, às diferentes fases históricas que estudamos no capítulo II, nas quais surge o sistema bancário com reserva fracionária (sem que exista ainda um banco central)

como verdadeiro intermediário entre emprestadores e tomadores não é necessário que mantenha qualquer tipo de coeficiente de caixa? Não compreenderá que, como assinalou Röpke, o seu banco é uma instituição que, regra geral, "necessita de cumprir menos do que promete e vive do prometer regularmente mais do que realmente pode cumprir"?[14] São apenas de indícios que, por outro lado, é compreensível que qualquer pessoa prática interprete das mais variadas formas. Mas é precisamente para isso que existem os princípios jurídicos, que constituem um "piloto automático" do comportamento que faz com que a cooperação entre os seres humanos seja possível, ainda que, pelo seu caráter abstrato, não sejamos capazes de identificar claramente o papel que cumprem no processos de interação social.

Em todo o caso, como acertadamente aponta Mises, enquanto se mantiver a confiança no banco, este poderá continuar a fazer uso da maior parte dos depósitos dos clientes, sem que estes tenham consciência de que o banco não tem a liquidez necessária para cumprir todos os compromissos. É como se o banco tivesse conseguido uma fonte permanente de financiamento em um valor igual ao novo dinheiro que cria e que manterá de forma indefinida no futuro enquanto durar a confiança do público na capacidade de cumprir os compromissos. De fato, enquanto essa situação se mantiver, o banco poderá, até, utilizar a liquidez nova que cria do nada em gastos de consumo ou em qualquer outra finalidade diferente da concessão de empréstimos. Na verdade, a capacidade de criar dinheiro do nada gera uma riqueza (em prejuízo de uma multiplicidade de terceiros que não é possível identificar e que dificilmente chega a notar os danos que sofre e da responsabilidade dos mesmos) da qual o banqueiro se pode apropriar sem grandes preocupações, enquanto se mantiver a confiança na correção da conduta.[15]

---

[14] Wilhelm Röpke, *La teoría de la economía*, 4.ª edição, Unión Editorial, Madrid 1989, pp. 92-94.

[15] Quando estudarmos, do ponto de vista de todo o sistema bancário, os efeitos do exercício da atividade bancária com reserva fracionária, analisaremos com todo o detalhe o processo de criação de créditos e, portanto, de transferência de riqueza para os bancos. No que concerne ao fato de não ser necessário que o montante dos meios fiduciários seja concedido em forma de créditos (embora, na prática, seja o que acontece sempre ou quase sempre), Ludwig von Mises diz claramente que: *"it is known that some deposit banks sometimes open deposit accounts without a money cover not only for the purpose of granting loans, but also for the purpose of directly procuring resources for production on their own behalf. More than one of the modern credit and commercial banks has invested a part of its capital in this manner* [...] *the issuer of fiduciary media may, however, regard the value of the fiduciary media put into circulation* as an addition to his income or capital. *If he does this he will not take the trouble to cover the increase in his obligations due to the issue by setting aside a special credit fund out of his capital. He will pocket the profits of the issue, which in the case of token coinage is called seigniorage, as composedly as any other sort of income."* Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 312 (grifo acrescentado). Tendo em conta tais considerações, não surpreende que, em geral, sejam as instituições bancárias aquelas que mostram ao público imóveis mais espectaculares e luxuosos, um montante mais desproporcionado de gastos em sucursais, empregados etc., e, muito menos, que os governos tenham

Embora os banqueiros particulares não tenham, muitas vezes, consciência da enorme fonte de lucro que constitui a capacidade de geração de moeda nova a partir do nada ao utilizarem os depósitos recebidos para conceder empréstimos e pensem ingenuamente que se limitam a emprestar parte do que receberam, a verdade é que, como veremos mais adiante (quando estudarmos os efeitos dos bancos com reserva fracionária no âmbito de todo o *sistema bancário*), de fato, a parte mais significativa dos lucros decorre de um processo geral em que se veem imersos e cujas implicações não compreendem completamente. O que entendem na perfeição é que, como consequência da utilização para empréstimos da maior parte dos depósitos, obtêm um lucro muito superior ao que teriam conseguido se agissem legitimamente como meros intermediários entre emprestadores e tomadores — lançamentos (1) a (6) — ou como simples prestadores de serviços de contabilidade e caixa a favor dos clientes — lançamentos (8) e (9). De fato, seguindo o nosso exemplo, a concessão do empréstimo a Z, vai permitir ao banco A obter juros de 15 % da quantidade emprestada. Ou seja, de cento e trinta e cinco mil u.m. O lançamento é o seguinte:

(13)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
135.000 Caixa		Receitas por juros de empréstimos	135.000

Supondo que o banco efetua os serviços de caixa que descrevemos acima, cujo custo operacional era de vinte mil unidades monetárias, poderá, ao ser pago com base nos rendimentos recebidos em juros, proporcionar aos clientes os serviços de caixa e contabilidade próprios da conta corrente de forma “gratuita”. O lançamento para registar os custos operacionais seria o seguinte:

(14)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
20.000	Gastos operacionais por prestação de serviços	Caixa	20.000

Embora tenha completa legitimidade para continuar a cobrar as trinta mil u.m. (3 % dos depósitos) pela gestão dos serviços, e embora não a cobre aos clientes pretendendo assim atrair mais depósitos e atingir o objetivo oculto de dispor dos mesmos para

sido os primeiros a tirar proveito do grande poder de gerar dinheiro dos bancos.

conceder empréstimos, o banco continua a obter um enorme lucro: cento e trinta e cinco mil u.m. que recebe de juros menos as vinte mil u.m. de custos operacionais. E, na verdade, as cento e quinze mil u.m. de lucros são mais do *dobro* dos lucros legítimos que o banco obteve como simples e verdadeiro intermediário financeiro entre emprestadores e tomadores e mais de dez vezes aquilo que conseguiu prestando serviços de caixa e contabilidade aos clientes.[16] A conta de perdas e ganhos do banco seria a seguinte:

(15) Banco A
Perdas e Ganhos (durante o exercício)

ATIVO (GASTOS)		PASSIVO (RECEITAS)	
Gastos operacionais	20.000	Receitas recebidas	135.000
Lucro do exercício (saldo credor)	115.000		
Total Ativo	135.000	Total Passivo	135.000

E o balanço do banco depois de realizadas todas as operações, seria:

(16) Banco A
Perdas e Ganhos (durante o exercício)

ATIVO		PASSIVO	
Caixa	215.000	Patrimônio líquido (Lucro do exercício)	
Empréstimos concedidos	900.000		115.000
Empréstimos concedidos	900.000	Depósitos à vista	1.000.000
Total de ativo	1.115.000	Total de passivo	1.115.000

A PRÁTICA CONTABILÍSTICA NO MUNDO ANGLO-SAXÃO

A prática inglesa teve menos dúvidas e escrúpulos no que diz respeito ao registo contábil da criação a partir do nada de meios fiduciários. De fato, como refere Hayek, *"English banking practice credits the account of the customer with the amount borrowed before the latter is actually utilized"*.[17] Segundo a prática contabilística anglo-saxônica, quando um cliente faz um depósito à visa de um milhão de u.m. em um banco, em primeiro lugar se faz um lançamento idêntico ao que vimos na prática continental europeia:

[16] Ver a nota 25.

[17] F.A. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, ob. cit., p. 154.

(17)	Banco A		
Ativo			Passivo
1.000.000 Caixa		Depósitos à vista	1.000.000

A diferença na prática anglo-saxônica radica no lançamento que se efetua quando o banco decide utilizar em benefício próprio as novecentas mil u.m. que mantém em caixa além do coeficiente de segurança para conceder um empréstimo a Z. De acordo com a prática anglo-saxônica, efetua-se um lançamento para registar o empréstimo concedido no Ativo e, ao mesmo tempo, abre-se um conta corrente no Passivo a favor do emprestador no valor do empréstimo (novecentas mil u.m.). Este lançamento é o seguinte:

(18)	Banco A		
Ativo			Passivo
900.000 Empréstimos concedidos		Depósitos à vista	900.000

Verificamos, assim, que a prática inglesa é, neste respeito, muito mais transparente e concordante com a realidade dos fatos econômicos do que a continental, dado que reconhece contabilisticamente a realidade econômica da criação *ex nihilo* de novecentas mil u.m., que resulta da concessão de um empréstimo a Z com base nos depósitos à vista realizados pelos clientes do banco. De fato, uma vez concedido o empréstimo, o balanço do banco seria o seguinte:

(19)	Banco A Balanço		
Ativo			Passivo
Caixa	1.000.000	Depósitos à vista	1.900.000
Empréstimos	900.000		
Total de ativo	1.900.000	Total de passivo	1.900.000

De acordo com a prática inglesa, este balanço mostra que, no momento em que concede novecentas mil u.m. de empréstimo, o banco gera depósitos do nada no valor de novecentas mil u.m. Ou seja, o próprio banco põe à disposição do tomador um valor até 900.000 u.m., que aumenta o saldo de depósitos à vista até um milhão e novecentas mil u.m., das quais um milhão corresponderia a unidades monetárias físicas, ou seja, a depósitos primários, e novecentas mil corresponderiam a meios fiduciários criados do nada, isto é, a depósitos derivados ou secundários.

Admitindo de novo, para efeitos dialéticos, que o banqueiro considera um *empréstimo* o dinheiro que recebeu como depósito à vista, então, por ter a origem em um contrato de depósito monetário irregular, no qual, por definição não se estabelece prazo de devolução (uma vez que é "à vista"), o referido "empréstimo" não teria prazo. Em circunstâncias normais e se os depositantes confiarem no banco, o banqueiro pensa, com razão, que os depositantes só levantarão uma pequena fração dos depósitos. Assim, apesar de o pretenso "empréstimo" recebido dos depositantes ser "à vista", uma vez que, em última análise, carece de prazo, o banqueiro poderá considerá-lo um "empréstimo" que *nunca terá de devolver*. Obviamente, se receber um empréstimo com a crença de que nunca terá de o devolver (e na maior parte dos casos nem sequer tem de pagar juros por ele, embora isso não seja essencial para a nossa discussão), mais do que um empréstimo, estamos *de fato* perante uma *oferta* que o banqueiro dá a si próprio com base nos fundos dos depositantes. Isto significa que, embora para efeitos contábeis a dívida seja reconhecida (em paralelo com crédito concedido) em forma de "depósitos à vista" (derivados ou secundários e no valor de 900.000 u.m.), na prática, e em circunstâncias normais, o que o banco consegue é criar do nada uma fonte permanente de financiamento, que estima *nunca ter de devolver* e de que, portanto, acaba, em última análise, e apesar de todas as aparências contabilísticas, por se apropriar, considerando-a sua. Resumindo, os bancos acumulam patrimônios tremendos pela criação de meios de pagamento em prejuízo de terceiros, embora o prejuízo se materialize de forma dispersa e diluída e tome a forma da perda relativa gradual de poder de compra da unidade monetária, resultante da criação a partir do nada de meios de pagamento por parte do sistema bancário. Esta transferência contínua de riqueza para os banqueiros se mantém de forma regular enquanto o negócio bancário se desenvolver com normalidade e os ativos forem se acumulando nos balanços na forma de créditos e investimentos cobertos pelos depósitos que os banqueiros criam a partir do nada. O reconhecimento pleno da existência desta fonte permanente de financiamento e dos importantíssimos volumes de riqueza que os bancos acumulam à custa dos restantes cidadãos e que mantêm nos balanços revestidos de investimentos ativos encobertos por "depósitos" será muito importante no último capítulo deste livro, onde proporemos um modelo de transição e reforma do atual sistema bancário. Embora esta riqueza beneficie *de fato* apenas os bancos e governos e embora econômica e contabilisticamente pertença aos pretensos depositantes, na verdade não pertence a ninguém, uma vez que os depositantes consideram os depósitos substitutos monetários perfeitos. Desta forma, os recursos disponíveis, como veremos quando estudarmos o processo de transição e reforma bancária, poderiam ser

usados para ajudar importantes fins de interesse público e social (por exemplo, a eliminação do saldo existente de dívida pública ou até o financiamento de um processo de reforma da Segurança Social com o objetivo de passar de um sistema público baseado na distribuição para um sistema privado baseado na capitalização).

Voltando ao nosso exemplo, quando o tomador Z começar gradualmente a usar o seu dinheiro passando cheques sobre a conta aberta para ele no banco, a contabilidade da prática bancária anglo-saxônica será cada vez mas parecida com a da prática bancária continental. Suponhamos que o tomador dispõe do seu empréstimo em dois momentos distintos e sucessivos. No primeiro (t_1) levanta quinhentas mil u.m. e no segundo (t_2), quatrocentas mil. Os lançamentos correspondentes seriam os seguintes:

(20) Banco A (t_1)

Ativo	Passivo
500.000 Depósitos à vista (parte do crédito usado por Z)	Caixa 500.000

(21) Banco A (t_2)

Ativo	Passivo
400.000 Depósitos à vista (remanescente do crédito usado)	Caixa 400.000

Depois de o tomador levantar a totalidade do empréstimo que lhe foi concedido, o balanço do banco passaria a ser o que se mostra abaixo:

(22) Banco A Balanço

Ativo		Passivo	
Caixa	100.000	Depósitos à vista	1.000.000
Empréstimos	900.000		
Total de ativo	1.000.000	Total de passivo	1.000.000

Como se pode ver, este balanço coincide com o balaço (12), ao qual chegamos por meio da prática contabilística continental e no qual existe um milhão de u.m. depositado à vista pelos clientes, coberto por cem mil u.m. em caixa (coeficiente de caixa ou encaixe) e pelas novecentas mil de empréstimos concedidos a Z. Assim, uma vez que o tomador levantou o empréstimo na íntegra, os registos contábeis

dos dois sistemas é idêntico, existindo no mercado 1.900.000 u.m., das quais novecentas mil de meios fiduciários correspondentes, precisamente, à parte de depósitos à vista não coberta por saldos de caixa no banco (um milhão menos cem mil u.m.) e um milhão de u.m. físicas (cem mil em caixa no banco e novecentas mil entregues ao tomador Z, que as utiliza para fins particulares).[18]

A principal vantagem do sistema de contabilidade anglo-saxão é a de que evidencia, como já demonstrou Herbert J. Davenport em 1913, que os bancos "*do not lend their deposits, but rather, by their own extensions of credit, create the deposits*".[19] Ou seja, que os bancos *não são intermediários financeiros* quando desenvolvem a atividade de emprestar a partir dos depósitos à vista, uma vez que não atuam como intermediários entre emprestadores e tomadores. Antes, concedem empréstimos com base em depósitos que criam do nada (*meios fiduciários*) e que, portanto, não lhes foram entregues previamente por qualquer terceira parte como depósitos de unidades monetárias físicas. No sistema de contabilidade continental os bancos também não exercem uma atividade de intermediários financeiros, já que os verdadeiros depositantes originais entregam o dinheiro com a finalidade de guarda e custódia e não como um empréstimo concedido ao banco. Além disso, já demonstramos que, ao

---

[18] A prática bancária anglo-saxônica acabou por ser adotada também em Espanha, como se deduz, entre outros, do livro de Pedro Pedraja Garcia, *Contabilidad y análisis de balances de la rede bancária, vol. I, Principios generales y contabilización de operaciones*, publicado pelo Centro de Formación del Banco de España, Madrid 1992, especialmente as pp. 116 e 209.

[19] Herbert J. Davenport, *The Economics of Enterprise* (1913), Augustus M. Kelley, Reprints of Economic Classics, Nova York 1968, p. 263. Esta passagem de Davenport poderia ser traduzida para português da seguinte forma: "Os bancos não emprestam os seus depósitos, antes, por meio das próprias extensões de crédito, criam os depósitos." Catorze anos depois, W. F. Crick expressou a mesma ideia no seu artigo "The Genesis of Bank Deposits", *Economica*, Junho de 1927, pp. 191-202. O fato de a maioria dos bancos, mais do que *mediadores* entre emprestadores e tomadores, ser criadora de créditos e depósitos não é compreendido pela maior parte do público nem por especialistas tão importantes como Joaquín Garrigues, que na obra *Contratos bancarios* (ob. cit., pp. 31-32 e 355) insiste em dizer que o banco é, antes de mais, um mediador de crédito que "dá a crédito o dinheiro que recebe a crédito" (p. 335) e que os bancos "dão a crédito aquilo que receberam a crédito. São mediadores de crédito, ou seja, negociantes que medeiam entre quem necessita de moeda para os negócios e quem deseja investir o dinheiro de forma lucrativa. No entanto, os bancos podem agir de forma dupla: ou como mediadores, aproximando os contratantes (*mediação no crédito direto*) ou realizando uma operação dupla que consiste em receber dinheiro a crédito para dá-lo posteriormente a crédito (*mediação no crédito indireto*)" (p. 32). Como se pode verificar, Garrigues não nota que, no que respeita à atividade bancária quantitativa e qualitativamente mais significativa, a que se refere à recepção de depósitos com reserva fracionária, o que os bancos fazem é conceder créditos do nada cobertos por depósitos que também criam do nada e, portanto, mais do que mediadores de crédito, são criadores *do nada* de crédito. Garrigues segue ainda a crença popular segundo a qual, "do ponto de vista econômico", o lucro do banco consiste na "diferença entre os juros que paga na operação passiva e os juros que cobra na operação ativa" (p. 31). Como sabemos, embora aparentemente se derive da diferença de juros, na prática, o lucro principal do banco decorre da criação de meios de pagamento a partir do nada, o que lhe proporciona uma fonte de financiamento permanente, de que se apropria em benefício próprio e de que, adicionalmente, recebe juros. Em suma, os banqueiros criam dinheiro do nada, emprestam-no e exigem que lhes sejam devolvidos os juros.

reduzirem a uma fração as unidades monetárias que guardam em caixa (coeficiente de caixa), os bancos criam meios fiduciários em relação ao valor total dos depósitos que carecem de cobertura financeira. Desta forma, por uma análise um pouco mais abstrata, chega-se à mesma conclusão do sistema contábil anglo-saxão: mais do que intermediários de crédito, os bancos são criadores de créditos e depósitos, ou meios fiduciários. Ainda assim, o processo é muito mais óbvio e fácil de entender de acordo com o critério anglo-saxônico, uma vez que este sistema reflete claramente desde o início que o banco cria depósitos do nada, usando-os como base para conceder empréstimos.

Do ponto de vista da teoria econômica, o principal inconveniente de ambos os sistemas de contabilidade é que registam um volume de criação de depósitos e de concessão de créditos *muito inferior* ao que realmente ocorre, ou seja, revelam apenas uma fração do volume total de depósitos e de créditos que os bancos podem criar *conjuntamente*. A demonstração deste fato só será feita quando estudarmos, do ponto de vista de *todo o sistema bancário*, os efeitos do exercício da atividade bancária com reserva fracionária. Porém, antes disso, é necessário identificar os limites de criação de depósitos e concessão de créditos por parte de um banco isolado e considerado individualmente.

A POSSIBILIDADE DE EXPANSÃO DE CRÉDITOS E DE CRIAÇÃO DE DEPÓSITOS POR PARTE DE UM BANCO ISOLADO

Passaremos agora a analisar qual é o limite de capacidade de criação de créditos e de expansão de depósitos a partir do nada de um banco isolado. Para isso, teremos em conta as variáveis que apresentamos a seguir:

Seja

d: o dinheiro originalmente depositado na caixa do banco;

d_1: o dinheiro ou as reservas que saem do banco como consequência dos empréstimos que este concede;

x: a expansão de crédito máxima que o banco pode efetuar a partir do dinheiro d, que originalmente recebeu em depósito;

c: o encaixe ou coeficiente de caixa que, de acordo com a experiência, o banco mantém e que a prudência lhe diz que deve guardar para poder cumprir os compromissos; e

k: a proporção dos empréstimos concedidos que, em cada momento e em média, não é usada pelos tomadores.

Ora, de acordo com essas definições, é evidente que as reservas que saírem do banco, d_1, serão iguais aos créditos concedidos multiplicados pela percentagem usada pelos tomadores, ou seja:

[1] $d_1 = (1-k)x$

Se considerarmos, por outro lado, que o dinheiro que sai do banco, d_1, é igual ao que o banco originalmente recebeu em depósito, d, menos o montante mínimo que pretenderá manter em reserva, cd, em relação ao dinheiro que recebeu originalmente em depósito, mais ckx, em relação à proporção média não usada dos empréstimos, teríamos que:

[2] $d_1 = d - (cd + ckx)$

Ora, substituindo nesta fórmula [2], o valor de d_1 em [1] teríamos:

$$(1 - k) = d - (cd + ckx)$$

Fazendo as operações, encontrando o fator comum e isolando x, teríamos:

$$(1 - k)x = d - cd - ckx$$

$$(1 - k)x + ckx = d - cd$$

$$x(1 - k + ck) = d(1 - c)$$

Acabaríamos por chegar, assim, à fórmula segundo a qual a expansão de crédito máxima, x, que o banco isolado pode efetuar a partir do nada seria:[20]

[20] Recorde-se que Ludwig von Mises, nos seus importantes tratados de teoria monetária, de crédito e sobre o ciclo econômico, todos centrados na análise dos perturbadores efeitos da criação de créditos sem a cobertura de um aumento da poupança efetiva, pela geração de depósitos ou meios fiduciários por parte do sistema bancário com reserva fracionária, sempre resistiu a fundamentar a análise no estudo do multiplicador de expansão de crédito que acabamos de inferir no texto. Esta resistência é perfeitamente compreensível, tendo em conta a grande aversão em relação ao uso de matemática na economia e, em particular, à aplicação de conceitos que, tal como o denominador bancário, podem ser considerados "mecanicistas" e, não raras vezes, inexatos e até enganosos, especialmente por não terem em conta a constante criatividade humana e a evolução do tempo subjetivo. Além disso, do ponto de vista estrito da teoria econômica, não é necessário o desenvolvimento matemático do multiplicador para entender a ideia essencial do processo de expansão de créditos e de depósitos e a forma com gera inevitavelmente crises e recessões econômicas (que era o objetivo teórico de Mises). Porém, tendo em conta o que nos propomos fazer, a utilização do multiplicador bancário tem a vantagem de tornar mais fácil e ilustrativa a explicação do processo de expansão contínua de depósitos e empréstimos, o que, do ponto de vista didáctico, reforça a argumentação teórica. O primeiro autor a utilizar o multiplicador bancário em uma análise teórica dedicada ao estudo das crises econômicas foi Herbert J. Davenport na obra *The Economics of Enterpise* já citada, especialmente no capítulo XVII, pp. 254-331. Contudo, é de F.A. Hayek o mérito de ter incluído a teoria do multiplicador bancário da expansão de crédito na análise da teoria austríaca do ciclo econômico. (*Monetary Theory and the Trade Cycle*, pp. 152). Ver também a nota 28, em que Marshall, já em 1887, des-

$$x=\frac{d(1-c)}{1-k(1-c)}$$

ou, se preferirmos:

$$[3] \quad x=\frac{d(1-c)}{1-k(c-1)}$$

Como se pode verificar na fórmula [3], o coeficiente de caixa, c, e a percentagem média de empréstimos não utilizados, k, têm efeitos opostos na capacidade do banco isolado para criar créditos e depósitos. Ou seja, quanto menor for c e maior for k, maior será x. A lógica econômica da fórmula [3] é, portanto, muito clara: quanto maior for o coeficiente de caixa que o banco estima que deve manter, menos empréstimos poderá conceder; por oposição, se o encaixe ou coeficiente de reserva se mantiver igual, quanto menor for a média de moeda dos empréstimos que o banco considere que os tomadores vão usar, mais dinheiro terá à disposição para expandir os empréstimos.

Até agora supusemos que k é a percentagem média dos empréstimos recebidos que os tomadores não usam. No entanto, de acordo com C. A. Phillips,[21] podem equiparar-se a k outros fenômenos que tenham o mesmo efeito. Desta forma, k pode incluir, por exemplo, o fato de a probabilidade de, em um mercado onde existem poucos bancos, o tomador efetuar pagamentos a clientes do mesmo banco ser grande. Assim, supõe-se que os clientes do próprio banco que recebem dinheiro do tomador, irão depositar os cheques recebidos nas próprias contas do mesmo banco, fazendo, assim, com que não saia dinheiro desse banco. Este fenômeno acaba por ter um efeito idêntico ao produzido por um aumento na proporção média de empréstimos não utilizada por parte dos tomadores. Assim, quanto menos bancos existirem no mercado, maior será k, menores serão as saídas de moeda do banco e, logo, maior será a capacidade para gerar créditos. A vontade de impulsionar o crescimento de k é uma das razões mais importantes por detrás da tendência para a concentração dos bancos que desde sempre se verificou nas atividades bancárias com reserva fracionária.[22] De fato, quanto mais os bancos se concentrarem e maior

creve com grande exatidão como chegar à versão mais simplificada da fórmula do multiplicador bancário.

[21] C.A. Phillips, *Bank Credit*, ob. cit., pp. 57-59.

[22] Existem ainda outras forças que explicam o processo de concentração bancária. Todas têm origem na tentativa dos bancos de enfrentarem as consequências negativas que sofrem por terem violado os princípios essenciais do contrato de depósito monetário irregular por intermédio do correspondente privilégio estatal. Assim, uma das vantagens da concentração bancária é a possibilidade de acumulação centralizada do coeficiente de caixa disponível para fazer frente ao levantamento de depósitos em qualquer lugar em

for a quota individual no mercado, mais possibilidades haverá de que os cidadãos que recebem os meios fiduciários de pagamento sejam os próprios clientes, pelo que tanto *k* como a correspondente capacidade de criar créditos e depósitos a partir do nada serão maiores, e o lucro resultante, muito superior. O valor de *k* aumenta também quando se efetuam depósitos de moeda noutros bancos. Estes expandem os créditos e os respectivos tomadores acabam por depositar uma parte significativa do novo dinheiro que recebem no banco em questão. Este fenômeno provoca ainda um aumento das reservas de moeda e, portanto, da capacidade de expansão de crédito.

Se supusermos, por exemplo, que o encaixe ou coeficiente de caixa, *c*, é de 10 % e que o coeficiente de empréstimos não utilizados, *k* (que também inclui, como vimos, os efeitos decorrentes de um grande número de clientes do banco, além de outros fatores) é de 20 %; e ainda que os depósitos originalmente realizados no banco, *d*, são de um milhão de u.m., então, substituindo estes valores na fórmula [3], teremos:

$$[4] \qquad x = \frac{1000000(1-0{,}10)}{1+0{,}2(0{,}1-1)} = 1.097560 \text{ u.m.}$$

Vemos, assim, que o banco em que se efetuaram depósitos à vista no valor de um milhão de u.m., mantendo um coeficiente de reserva de 10% e um *k* de 20%, poderá conceder empréstimos, não no valor de 900.000 mil u.m., como para efeitos de ilustração assumimos anteriormente nos lançamentos (18) e seguintes, mas em um valor sensivelmente maior de 1.097.560 u.m. Desta forma, para um banco isolado, a capacidade de expansão de crédito e de geração de depósitos a partir do nada é 22% mais elevada do que a que consideramos nos lança-

que estes aconteçam em uma média muito acima da normal. Esta vantagem se perde quando existem muitos bancos, uma vez que cada um se vê forçado a manter um encaixe independente e relativamente mais elevado. As autoridades públicas também fazem pressão para acelerar a concentração, uma vez que têm a esperança de que dessa forma seja mais fácil a gestão da politica monetária e o controle da atividade bancária. Mais adiante, analisaremos o desejo contínuo que os bancos têm de aumentar o volume de depósitos, uma vez que, como vimos na fórmula, o montante de depósitos é a base sobre a qual se apoia a expansão de créditos e depósitos que geram do nada e que tantos lucros lhes trazem. Sobre o fenômeno de concentração bancária, ver: C. Bresciani-Turroni, *Curso de economía política*, vol. II, *Problemas de economía política*, Fondo de Cultura Econômica, México 1961, pp. 144-145. Em todo o caso, é importante constatar que o processo de concentração resulta do intervencionismo do estado nos campos financeiro e bancário, bem como do privilégio concedido aos bancos para que possam operar, contra os princípios tradicionais do Direito, com uma reserva fracionária dos depósitos feitos à vista pelos clientes. Em uma economia de mercado livre, sem intervenção governamental e submetida ao Direito, essa tendência para a concentração desapareceria, o tamanho dos bancos perderia praticamente toda a importância e haveria uma tendência para que o número fosse elevado.

mentos 18 e seguintes.[23] Assim, devemos modificar os lançamentos contábeis que apresentamos anteriormente, incluindo agora o fato econômico segundo o qual, de acordo com o sistema de contabilidade anglo-saxônico, quando $c = 0{,}1$ e $k = 0{,}2$, o banco poderá expandir o crédito em 1.097.560 u.m., e não nas 900.000 u.m. antes consideradas (ou seja, mais 22%). Os lançamentos no diário de contabilidade e o correspondente balanço, em vez de serem os registados em (18) e (19), seriam os seguintes:

(26) Banco A

Ativo	Passivo	
1.000.000 Caixa	Depósitos à vista (ou contas correntes)	1.000.000
1.097.560 Empréstimos concedidos	Depósitos à vista (criados de novo)	1.097.000

Estes lançamentos correspondem ao depósito original de um milhão de u.m. e à criação a partir do nada de empréstimos e depósitos por parte do banco isolado no valor de 1.097.560 u.m. Sendo $k = 0{,}2$, em média, os tomadores usam apenas 80 % dos empréstimos que lhes são concedidos, pelo que quando este dinheiro é levantado (ou mesmo que se acabe usando mais por uma parte dos receptores do dinheiro serem também clientes do banco e aí o depositarem), o lançamento a efetuar é o seguinte:[24]

---

[23] Embora, do ponto de vista do banco individual, parecesse que o banco estava emprestando uma parte dos depósitos, a verdade é que mesmo os bancos isolados criam créditos do nada em um montante superior aos depósitos originais. Isto mostra que, como vamos ver em relação a todo o sistema, a principal fonte de depósitos não são os depositantes, mas resultados secundários dos empréstimos que os bancos criam do nada. C. C. Phillips demonstra esta realidade ao dizer que: "*it follows that for the banking system, deposits are chiefly the offspring of loans*". Ver: C. A. Phillips, Bank Credit, ob. cit., p. 64 e a passagem de Taussig na nota 62 do capítulo V.

[24] O método de contabilidade do antigo sistema continental é mais complexo, mas pode chegar-se ao mesmo balanço [28] supondo que $k = 0{,}2$ significa, não a percentagem de fundos não usados (que neste sistema, como sabemos, não são contabilizados), mas a proporção do público que é cliente do banco, e, portanto, voltará a colocar no mesmo banco os seus depósitos. Neste caso, os lançamentos seriam:

(29) Banco A

Ativo	Passivo	
1.000.000 Caixa	Depósitos à vista	1.000.000

Se o banco emprestasse 900.000 u.m., o lançamento seria:

Banco A

Ativo	Passivo	
900.000 Empréstimos	Caixa	900.000

(27)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
878.048 Depósitos à vista (80% de 1.097.560)		Caixa	878.048

Assim, o balanço do banco seria:

(28)	Banco A - Balanço c = 0,1 e k = 0,2		
ATIVO			PASSIVO
Caixa	121.952	Depósitos à vista	1.219.512
Empréstimos	1.097.560		
Total de ativo	1.219.512	Total de passivo	1.219.512

Supondo, agora, que 20% da novecentas mil u.m. que saíram de caixa voltam ao banco e assim sucessivamente, os lançamentos seriam:

(30)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
180.000 Caixa		Depósitos à vista	180.000

Ao emprestar-se de novo 90% deste valor:

(31)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
162.000 Empréstimos		Caixa	162.000
32.400 Caixa		Depósitos à vista	32.400
29.160 Empréstimos		Caixa	29.160
5.832 Caixa		Depósitos à vista	5.832
5.248 Empréstimos		Caixa	5.248

Supusemos que 20% de cada empréstimo concedido voltava à caixa, uma vez que essa proporção dos receptores derradeiros do dinheiro correspondente é cliente do banco.
Assim, segundo o sistema continental o balanço seria:

(31)	Banco A (contabilizando segundo o sistema continental) c = 0,1k =0,2		
ATIVO			PASSIVO
Caixa	121.824	Depósitos à vista	1.218.232
Empréstimos	1.096.408		
Total de ativo	1.218.232	Total de passivo	1.218.232

Montantes praticamente coincidentes com os do balanço (28) e que, só não são idênticos porque, no nosso exemplo, paramos a série de empréstimos-depósitos na terceira repetição. Se tivéssemos considerado mais empréstimos e depósitos desta sucessão, nos teríamos aproximado até tornar os valores do balanço (31) e os do balanço (28) exatamente iguais.

O caso do banco muito pequeno

Consideremos agora um caso particular de banco isolado: o banco muito pequeno ou "liliputiano", ou seja, um banco em que $k = 0$, o que significa que os tomadores levantam imediata e integralmente o valor dos empréstimos, sem que aqueles a quem pagam sejam clientes do mesmo banco. Se $k = 0$, substituindo este valor na fórmula [3], chegaríamos à fórmula [5]:

[5] $x = d\,(1 - c)$

e, recordando que no nosso exemplo $d = 1.000.000$ u.m. e $c = 0,1$, então:

$$x = 1.000.000\,(1 - 0,1) = 1.000.000 \times 0,9 = 900.000 \text{ u.m.}$$

Este é precisamente o montante de criação *ex nihilo* de depósitos ou meios fiduciários que apontamos nos lançamentos (11) e (18) anteriores. Ainda assim, vimos na seção anterior que, na prática, e por pouco que k seja maior do que zero, a criação de meios fiduciários por parte de um banco isolado poderá ser consideravelmente superior quer no sistema contábil continental quer no anglo-saxônico (se $k = 0,2$, pode ser 22 % mais alta, 1.087.560 u.m. contra as 900.000 u.m. do nosso exemplo original) e até superar o valor dos depósitos originalmente efetuados no banco isolado.

Compreende-se assim a razão por que os bancos competem tão intensamente para conseguir o maior montante possível de depósitos e o máximo número de clientes. No que diz respeito aos depósitos, isso acontece porque, como vimos, o banco é capaz de expandir o crédito em um valor que pode até ser superior ao volume dos mesmos, pelo que quanto maior for o montante de depósitos obtido, maior poderá ser a expansão do crédito correspondente. No que respeita aos clientes, porque, quanto mais clientes conseguir, maior será k e, logo, maior será a capacidade de expansão de crédito e de geração de depósitos. O importante a ter em conta aqui é que o banco é tecnicamente incapaz de distinguir se a própria politica de crescimento se efetua ampliando o âmbito de atuação à custa dos outros bancos, se essa política acaba por provocar um aumento generalizado da expansão de crédito em todo o sistema bancário, ou se acontecem as duas coisas simultaneamente. E, na verdade, o banco expande o crédito e os depósitos, participando ainda em processos em que a expansão de créditos e depósitos via sistema bancário é ainda maior. Por outro lado, procura que, nesse processo, a proporção do seu âmbito de atuação seja, em termos relativos, cada vez mais importante, o que leva constantemente a novos e ulteriores impulsos à expansão de crédito, quer do ponto de vista do banco individual, como do ponto de vista de todo

o sistema bancário no conjunto. Em todo o caso, k é um fator essencial para determinar a capacidade do banco para obter lucros. A concorrência entre os bancos faz com que o k seja significativamente inferior a 1. Todos os bancos procuram que o seu fator k seja cada vez maior, explorando as diferentes oportunidades que lhe surgem (no que diz respeito à extensão geográfica, capacidade para excluir ou absorver concorrentes e desenvolvimento de vantagens comparativas).[25] Embora um fator $k = 1$ seja impossível para um banco individual (exceto, como veremos adiante, no caso de um banco monopolista), fatores k significativamente superiores a 0 são muito prováveis e, em quase todas as circunstâncias, os bancos farão o máximo esforço para estimular o aumento de k (o que explica, entre outros fenômenos, a contínua pressão que sofrem para se concentrarem ou fundirem com outros bancos).

Para fins ilustrativos, compilamos no quadro seguinte as diferentes combinações de coeficientes de caixa, c, e de taxas de empréstimos não usados ou de clientes no mesmo banco, k, que permitem a um banco isolado duplicar, *por si só*, a oferta monetária (ou seja, substituindo os valores na fórmula [3], obter x igual a d).

Coeficiente de caixa "c"	Percentagem de não utilização "k" $k = \frac{c}{1 - c}$ (para x = d = 1)
2 %	2,04 %
5 %	5,26 %
7 %	7,52 %
13 %	14,94 %
15 %	17,64 %
17 %	20,48 %
20 %	25,00 %

A expansão do crédito e a criação a partir do nada de depósitos no caso do banco único monopolista

Supondo agora que $k = 1$, ou seja, que estamos perante um banco único monopolista em que, por não existir outro banco, os tomadores se veem obrigados a manter como depósitos todos os empréstimos que lhes são concedidos; ou perante uma situação em que todos os que no final da ca-

[25] Os bancos chegam até a pagar juros aos titulares de contas correntes, para manter e atrair novos depósitos, pelo que, acabam por ver reduzidas as margens de lucro que descrevemos na conta (15). Isto não afeta o argumento essencial de nossa análise nem a capacidade dos bancos para criar depósitos, que é a fonte principal de lucros. Como diz Mises, neste processo competitivo, "*some banks have gone too far and endangered their solvency*". Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 464.

deia recebem dinheiros dos tomadores do banco são também clientes desse banco. Assim, ao substituir o valor de $k = 1$ na fórmula [3], teríamos:

$$[6] \qquad x = \frac{d(1-c)}{c}$$

Ou seja, de acordo com o nosso exemplo em que $d = 1.000.000$ u.m. e $c = 0,1$, obteríamos:

$$[7] \qquad x = \frac{1.000.000\,(1-0,1)}{0,1} = \frac{1.000.000\,(1-0,9)}{0,1} = \frac{900.000}{0,1} = 9.000.000 \text{ u.m.}$$

Neste caso, o banco poderia criar, por si só e a partir do nada, créditos e depósitos ou meios fiduciários no valor de nove milhões de u.m, o que significa que poderia chegar a multiplicar por 10 a oferta monetária total (um milhão de u.m. depositadas originalmente mais nove milhões de u.m. em forma de meios fiduciários ou depósitos criados a partir do nada para servirem de lastro para os créditos concedidos pelo banco).

Seguindo Bresciani-Turroni,[26] e supondo que todas as operações de pagamento são realizadas entre clientes do mesmo banco (por este ser monopolista, ou por haver circunstâncias que dão origem a esta situação), vamos agora mostrar como se chega contabilisticamente ao mesmo resultado.

Para isso, usaremos o sistema de contabilidade tradicional do continente europeu (não o anglo-saxônico), no qual todos os pagamentos são feitos por caixa. Assim, o diário nos momentos t_1, t_2, t_3, ..., t_9 etc. seria aquele que se apresenta a seguir, no qual se pode ver que o banco concede empréstimos de valor igual a 90% dos fundos que mantém em caixa aos próprios clientes. Estes levantam o montante integral do empréstimo, mas, como são clientes do próprio banco (ou porque não existe mais nenhum banco na sociedade), acabam por voltar a depositar aí o dinheiro recebido. Com esse dinheiro, o banco pode conceder novos empréstimos e gerar novos depósitos, em um processo que se vai repetindo sucessivamente, como se indica a seguir:

(32)

Banco A
(diário de operações do exercício)

Ativo	Passivo
t_1 1.000.000 Caixa	Depósitos à vista recebidos de X 1.000.000
t_2 900.000 Empréstimos a U	Caixa 900.000

[26] Bresciani-Turroni, *Curso de economía*, vol. II, *Problemas de economía política*, ob. cit., pp.133-138.

Suponhamos que U levanta o montante do empréstimo que lhe foi concedido e paga ao credor A. Como A é também cliente do banco, deposita as novecentas mil u.m. que recebe, dando origem ao seguinte lançamento:

Banco A
(diário de operações do exercício)

Ativo		Passivo	
t_3 900.000 Caixa	x	Depósitos à vista recebidos de A	900.000
t_4 810.000 Empréstimos a V	a x	Caixa	810.000

Suponhamos de novo que o tomador V levanta o seu dinheiro e paga ao credor B, que, por ser também cliente do banco, o volta a depositar aí. A repetição destes processos dá origem aos seguintes lançamentos:

t_5 810.000 Caixa	Depósitos à vista recebidos de B 810.000
t_6 729.000 Empréstimos a Y	Caixa 729.000
t_7 729.000 Caixa	Depósitos à vista recebidos de C 729.000
t_8 656.000 Empréstimos a Z	Caixa 656.000
t_9 656.000 Caixa	Depósitos à vista recebidos de D 656.000

E assim sucessivamente, até que no final do ano, os depósitos totais do banco seriam:

[8] $1.000.000 + 1.000.000 \times 0{,}9 + 1.000.000 \times 0{,}9^2 + 1.000.000 \times 0{,}9^3 + 1.000.000 \times 0{,}9^4 + ... = 1.000.000\,(1 + 0{,}9 + 0{,}9^2 + 0{,}9^3 + 0{,}9^4 + ...)$

A expressão anterior representa a soma dos termos de uma série que cresce em uma progressão geométrica com uma razão de 0,9.[27]

[27] Recordemos que a soma da sequência:

[9] $Sn = a + ar + ar^2 ... + ar^{n-1}$; se multiplicada pela razão comum r, é:

[10] $rSn = ar + ar^2 + ar^3 ... + ar^{n-1} + ar^n$; subtraindo [10] por [9], obtemos:
$Sn - rSn = a - ar^n$; e reduzindo ao fator comum em ambos os membros:
$Sn(1 - r) = a\,(1 - r^n)$; logo, isolando Sn:

[11] $Sn = \frac{a(1 - r^n)}{1 - r}$; e quando r < 1, rn aproxima-se de 0

e o $\lim_{n \to \infty} Sn = \lim_{n \to \infty} \frac{a(1 - r^n)}{1 - r} = \frac{a}{1 - r}$; se $|r| < 1$.

Pelo que podemos concluir que:

[12] $Sn = \frac{a}{1 - r}$; se $|r| < 1$

No nosso exemplo, $r = 0{,}9$ e $a = 1.000.000$ de u.m., pelo que a soma dos termos seria igual a:

$$[13] \quad \frac{a}{1-r} - \frac{1.000.000}{1-0{,}9} - \frac{1.000.000}{0{,}1} = 10.000.000 \text{ u.m.}$$

E, se tivermos em conta que d representa o milhão de u.m. originalmente depositado e que $r = 1 - c$, ou seja, $r = 1 - 0{,}1 = 0{,}9$, a soma de todos os depósitos do banco (originais e secundários) seria, evidentemente:

$$[14] \quad \frac{d}{1-(1-c)} - \frac{d}{c}$$

Desta forma, o volume total de depósitos de um banco monopolista (ou de um banco onde todos os que recebem dinheiro dos tomadores são também clientes) seria igual ao valor dos depósitos originalmente efetuados, d, dividido pelo coeficiente de caixa, c.

A fórmula [14] é a versão mais simplificada do chamado *multiplicador bancário*. É idêntica à fórmula [27], que dá o mesmo resultado para um sistema bancário composto por uma diversidade de bancos pequenos, e, aparentemente foi pensada pela primeira vez por Alfred Marshall em 1887.[28]

Para calcular a expansão de crédito líquida criada do nada pelo banco (ou, por outras palavras, os depósitos ou meios fiduciários gerados *ex nihilo* para a tornar possível), a fórmula adequada seria:

$$[15] \quad x = \frac{d}{1-(1-c)} - d = \frac{d}{c} - \frac{dc}{c}$$

Extraindo o fator comum:

O sofista grego Zenão de Eléia foi o primeiro a colocar o problema da soma de séries com razão comum inferior a um, no século V AC em relação ao conhecido problema de se Aquiles poderia ou não alcançar a tartaruga. Não conseguiu resolver satisfatoriamente o problema, uma vez que não se deu conta de que as sequências com razão comum inferior tinham uma soma convergente (e não divergente, como pensava). Ver: *The Concise Encyclopedia of Mathematics*, W. Gellert, H. Kustner, M. Hellwich y H. Kastner (eds.), Van Nostrand, Nova York, 1975, p. 388.

[28] Marshall descreve da seguinte forma o procedimento para chegar a tal fórmula: *"I should consider what part of its deposits a bank could lend, and then I should consider what part of its loans would be redeposited with it and with other banks and, vice versa, what part of the loans made by other banks would be received by it as deposits. Thus I should get a geometrical progression; the effect being that if each bank could lend two-thirds of its deposits, the total amount of loaning power got by the banks would amount to three times what it otherwise would be. If it could lend four-fifths, it will then be five times; and so on. The question how large a part of its deposits a bank can lend depends in a great measure on the extent on which the different banks directly or indirectly pool their reserves. But this reasoning, I think, has never been worked out in public, and it is very complex."* Alfred Marshall, "Memoranda and Evidence Before the Gold and Silver Commission", 19 de Dezembro de 1887, em *Official Papers by Alfred Marshall*, Royal Economic Society, Macmillan & Co., Londres 1926, p. 37.

[16] $$x = \frac{d(1 - c)}{c},$$ que coincide com [6].

De fato, para d = 1.000.000 de u.m. e c = 0,1, no caso do banco monopolista, a expansão de crédito líquida seria igual a:

[17] $$x = \frac{1.000.000\ (1 - 0{,}1)}{0{,}1} = 9.000.000 \text{ u.m.}$$

Logo, o balanço do banco A, um banco monopolista, acabaria por ser o seguinte:

(33) Banco A (monopolista) Balanço

Ativo		Passivo	
Caixa	1.000.000	Depósitos à vista	
Empréstimos a U	900.000	de X	1.000.000
Empréstimos a V	810.000	de A	900.000
Empréstimos a Y	729.000	de B	810.000
Empréstimos a Z	656.000	de C	729.000
		de D	656.000
Total de ativo	10.000.000	Total de passivo	10.000.000

Verificamos que, com apenas um milhão de u.m. em depósitos originais guardados em caixa, o banco monopolista A expandiu o crédito concedendo nove milhões de u.m. em empréstimos e criando do nada nove milhões de u.m de novos depósitos ou meios fiduciários para os poder cobrir.[29]

[29] Outra fórmula interessante é a de expansão máxima que um banco isolado pode efetuar em função não do dinheiro que originalmente se depositou no banco, mas do excesso de reservas, r, que o banco detém, além do seu encaixe, cd. Neste caso, a diminuição de reservas decorrente da nova expansão $x(1 - k)$ deverá ser igual ao excesso de reservas, r, menos o coeficiente de caixa correspondente à parte dos créditos não dispostos k,c,x. Ou seja:

[18] $$(1 - k)x = r - k\,c\,x$$
$$k\,c\,x + (1 - k)\,x = r$$
$$x\,(kc + 1 - k) = r$$

[19] $$x = \frac{r}{kc + 1 - k}$$

Supondo que, como no nosso exemplo, é depositado originalmente um milhão de u.m., e $c = 0{,}1$ e $k = 0{,}2$, o excesso de reservas é, precisamente, $r = 900.000$ e portanto:

[20] $$x = \frac{900.000}{0{,}2\,.\,0{,}1 + 1 - 0{,}2} = \frac{900.000}{1{,}02 - 0{,}2} = \frac{900.000}{0{,}82} = 1.097.560 \text{ u.m.}$$

Que, como se pode observar, é um resultado idêntico ao que obtivemos na fórmula [4].

5
A EXPANSÃO DE CRÉDITO E A CRIAÇÃO DE NOVOS DEPÓSITOS POR PARTE DE TODO O SISTEMA BANCÁRIO

Como vimos, os bancos pequenos têm grande capacidade de criação de créditos e depósitos fiduciários (normalmente, podem, por si só, chegar a duplicar a oferta monetária). Vamos agora ver como os bancos, trabalhando em conjunto, ou seja, por intermédio do sistema bancário, e com reserva fracionária, geram a partir do nada um volume de depósitos muito maior e dão origem a uma expansão de crédito mais elevada e parecida com a do banco monopolista que acabamos de estudar. Para isso, vamos partir do caso mais geral, ou seja, de um sistema bancário constituído por um grupo de bancos normais, cada um dos quais mantendo um coeficiente de caixa, c, de 10% e tendo uma percentagem média de não uso dos empréstimos (ou de retorno ao próprio banco dos meios fiduciários, por uma parte significativa dos derradeiros receptores do dinheiro ser cliente), k, de 20%.

Suponhamos que a pessoa X deposita um milhão de u.m. no banco A. Ora, de acordo com o que já vimos, os lançamentos correspondentes a efetuar pelo banco no Diário seriam:

(34)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
1.000.000 Caixa		Depósitos à vista (recebidos de X)	1.000.000

Depois, o banco A poderá criar e conceder empréstimos a Z por um valor determinado pela fórmula que vimos em [3], dando origem ao seguinte lançamento:

(35)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
1.097.560 Empréstimos a Z		Depósitos à vista	1.097.560

E, como sabemos, sendo k = 0,2, seriam levantados da caixa 80% dos empréstimos concedidos, dando origem ao lançamento:

(36)	Banco A		
ATIVO			PASSIVO
878.048 Depósitos à vista		Caixa	878.048

Depois desses lançamentos, o balanço do banco A seria o seguinte:

(37) Banco A Balanço c = 0,1 e k = 0,2			
Ativo			**Passivo**
Caixa	121.952	Depósitos à vista	1.219.512
Empréstimos	1.097.560		
Total de ativo	1.219.512	Total de passivo	1.219.512

Suponhamos agora que, quando levanta o depósito, Z paga à pessoa Y, que é cliente do banco B e aí deposita o dinheiro. Esta operação daria origem a três lançamentos paralelos aos que acabamos de mostrar e cujos montantes se obteriam, também, utilizando a fórmula [3]:

(38) Banco B		
Ativo		**Passivo**
878.048 Caixa	Depósitos à vista (recebidos de Y)	878.048
963.710 Empréstimos a V	Depósitos à vista	963.710
770.969 Depósitos à vista	Caixa	770.969

Depois dessas operações, o balanço do Banco B seria:

(39) Banco A Balanço c = 0,1 e k = 0,2			
Ativo			**Passivo**
Caixa	107.079	Depósitos à vista	1.070.789
Empréstimos	963.710		
Total de ativo	1.070.789	Total de passivo	1.070.789

Supondo que V paga as dívidas a U, e que este, por sua vez, deposita o dinheiro que recebe no seu banco, o banco C, teríamos os lançamentos seguintes:

(40) Banco C		
Ativo		**Passivo**
770.969 Caixa	Depósitos à vista (recebidos de U)	770.969
846.185 Empréstimos a R	Depósitos à vista	846.185
676.948 Depósitos à vista	Caixa	676.948

Este último lançamento seria efetuado quando R levantasse 80% (k = 0,20) do seu empréstimo da caixa do banco C para pagar aos credores (por exemplo, a T).

Efetuadas estas operações, o balanço do banco C seria o seguinte:

(41) Banco C — Balanço c = 0,1 e k = 0,2			
ATIVO			PASSIVO
Caixa	94.021	Depósitos à vista	940.206
Empréstimos	846.185		
Total de ativo	940.206	Total de passivo	940.206

Desta forma, o credor T, após cobrar a dívida, depositaria o dinheiro no banco de que é cliente, o banco D, o que daria origem aos seguintes lançamentos:

(42) Banco D		
ATIVO		PASSIVO
676.948 Caixa	Depósitos à vista (recebidos de T)	676.948
742.992 Empréstimos a S	Depósitos à vista	742.992
594.393 Depósitos à vista	Caixa	594.393

O banco D faria este último lançamento quando S pagasse aos credores.

Efetuados os lançamentos anteriores, o balanço do banco D seria agora:

(43) Banco D — Balanço c = 0,1 e k = 0,2			
ATIVO			PASSIVO
Caixa	82.555	Depósitos à vista	825.547
Empréstimos	742.992		
Total de ativo	825.547	Total de passivo	825.547

E assim sucessivamente. A cadeia de depósitos e empréstimos estender-se-ia a todos os bancos do sistema bancário, de maneira que o total de depósitos criados pelo sistema bancário, depois de terem esgotado todos os efeitos do depósito original de um milhão de u.m., seria a soma da sequência seguinte:

[21] $$1.219.512 + 1.219.512 \times 0{,}878 + 1.219.512 \times 0{,}878^2 + ...$$

$$= a + ar + ar^2 + ... =$$

$$= \sum^{x} ar^n \text{, onde } a = 1.219.512$$

$$\text{e a razão} \quad r = (1 - k)\,\frac{(1 - c)}{1 + k(c - 1)}$$

No nosso exemplo, r seria 80% $(1 - k)$ da proporção de depósitos criados de novo gerados por cada banco em cada interação e que, de acordo com o que sabemos da fórmula 3, é igual a: $\frac{(1 - c)}{1+k(c - 1)}$

Logo:

$$[22] \quad r = (1\text{-}0{,}2)\frac{(1\text{-}0{,}1)}{1+0{,}2(0{,}1\text{-}1)} = 0{,}8\frac{0{,}9}{1+0{,}2(0{,}1\text{-}1)} = \frac{0{,}72}{1\text{-}0{,}18} = \frac{0{,}72}{0{,}82} = 0{,}87804878$$

E como $|r| < 1$, aplicando as fórmulas [11] e [12]:

$$[23] \quad \sum_{n=0}^{x} ar^n = \frac{a}{1 - r} = \frac{1.219.512}{0{,}1219512} = 10.000.000\ u.m.$$

Assim, o total de depósitos do sistema bancário, D, será igual a:

$$[24] \quad D = \frac{ds_1}{1 = \frac{(1 - k)(1 - c)}{1 + k(c - 1)}} = 10.000.000\ u.m.$$

No nosso exemplo, ds_1 representa os depósitos secundários do banco A e é igual a 1.219.512 u.m.

A expansão de crédito líquida, x, criada por todo o sistema bancário seria igual a:

$$[25] \quad x = D - d = 10.000.000 - 1.000.000 = 9.000.000$$

No quadro IV-1 e no gráfico IV-1 correspondente apresentamos um resumo dos resultados anteriores com detalhes de cada banco membro do sistema bancário.

Quadro IV-1 — Sistema de bancos de tamanho "normal" (k = 0,2 e c = 0,1)

	Dinheiro que fica no caixa do banco	*Expansão de crédito (empréstimos* ex nihilo*)*	Depósitos
Banco A	122.000	1.098.000	1.220.000
" B	107.100	964.000	1.071.000
" C	94.000	846.000	940.000
" D	82.600	743.000	826.000
" E	72.500	652.000	725.000
" F	63.700	573.000	637.000
" G	55.900	503.000	559.000
" H	49.100	442.000	491.000
" I	43.000	387.000	430.000
" J	37.000	340.000	378.000
" .	.	.	.
" .	.	.	.
Totais do sistema bancário	d = 1.000.000	x = D – d = 9.000.000	D = 10.000.000

Nota: Os últimos três montantes foram arredondados

A geração de créditos em um sistema bancário de bancos pequenos

Supondo agora que todos os bancos do sistema são muito pequenos, ou seja, que têm $k = 0$, e $c = 0{,}1$, os lançamentos equivalentes ao sistema bancário anterior seriam os seguintes:

Em primeiro lugar, no banco A, quando é efetuado um depósito à vista no valor de um milhão de u.m.:

(44) Banco A

Ativo	Passivo	
1.000.000 Caixa	Depósitos à vista (recebidos de Y)	1.000.000
900.000 Empréstimos a Z	Depósitos à vista	900.000
900.000 Depósitos à vista	Caixa	900.000

Depois de Z levantar novecentas mil u.m. da caixa para pagar a Y, o balanço do banco é o seguinte:

(45) Banco A
Balanço $c = 0{,}1$ e $k = 0$

Ativo		Passivo	
Caixa	100.000	Depósitos à vista	1.000.000
Empréstimos	900.000		
Total de ativo	1.000.000	Total de passivo	1.000.000

Se, por sua vez, depositar as novecentas mil u.m. que recebeu de Z no seu banco, o banco B, que também é um banco pequeno com $k = 0$ e $c = 0{,}1$, os lançamentos a efetuar serão:

(46) Banco B

Deve	Haver	
900.000 Caixa	Depósitos à vista	900.000
810.000 Empréstimos a Z	Depósitos à vista	810.000
810.000 Depósitos à vista	Caixa	810.000

O banco B teria então o seguinte balanço:

(47) Banco B
Balanço $c = 0{,}1$ e $k = 0$

Ativo		Passivo	
Caixa	90.000	Depósitos à vista	900.000
Empréstimos	810.000		
Total de ativo	900.000	Total de passivo	900.000

(Nota: por exigências de espaço, as áreas de R e P não correspondem exactamente ao seu valor real)

** Adaptação do gráfico apresentado por C.A. Philips em Bank Credit, ob. Cit.,p. 61.*

Agora, se V levanta do seu banco o valor do empréstimo para pagar a U, e U, por sua vez, o deposita no seu banco, que é o banco C, e que também é um banco pequeno com $k = 0$ e $c = 0,1$, os lançamentos a efetuar em C serão os seguintes:

(48)	Banco C		
Ativo			**Passivo**
810.000 Caixa		Depósitos à vista	810.000
729.000 Empréstimos a Z		Depósitos à vista	729.000
729.000 Depósitos à vista		Caixa	729.000

Depois do que, o balanço de C seria:

(49)	Banco C Balanço $c = 0,1$ e $k = 0$		
Ativo			**Passivo**
Caixa	81.000	Depósitos à vista	810.000
Empréstimos a T	729.000		
Total de ativo	810.000	Total de passivo	810.000

Depois de T pagar ao seu credor, S, e este depositar o dinheiro no seu banco, banco D, também pequeno, com $k = 0$ e $c = 0,1$, os lançamentos seriam:

(50)	Banco D		
Ativo			**Passivo**
729.000 Caixa		Depósitos à vista	729.000
656.100 Empréstimos a Z		Depósitos à vista	656.100
656.100 Depósitos à vista		Caixa	656.100

Depois do que, o balanço de D seria o seguinte:

(51)	Banco C Balanço $c = 0,1$ e $k = 0$		
Ativo			**Passivo**
Caixa	72.900	Depósitos à vista	729.000
Empréstimos	656.100		
Total de ativo	729.000	Total de passivo	729.000

E assim sucessivamente. Podemos verificar que o total de depósitos de uma rede de bancos muito pequenos é a soma de uma sequência que coincide com a da fórmula [8], que dizia respeito a um banco monopolista:

[26] $1.000.000 + 1.000.000 \times 0,9 + 1.000.000 \times 0,9^2 + 1.000.000 \times$

$$0{,}9^3 + \ldots \ = \ ; \sum_{n=0}^{x} ar^n$$

onde $a = 1.000.000$ e $r = 0,9$

Por sua vez, como vimos na nota 27, esta soma é igual a:

$$\frac{a}{1 - r} = \frac{a}{1 - (1 - c)} = \frac{a}{c} = \frac{1.000.000}{0,1} = 10.000.000$$

Uma vez que $a = d = 1.000.000$ de unidades monetárias originalmente depositadas, o total de depósitos é dado pela fórmula:

[27] $$\frac{d}{1 - (1 - c)} = \frac{d}{c}$$

Sendo esta fórmula idêntica à do multiplicador de depósitos no caso de um único banco monopolista [14].

Recordemos que:

[28] $$r = (1 - k) \frac{1 - c}{1 + k(c - 1)}$$

E como este é um caso de um sistema bancário de bancos pequenos e $k = 0$, substituindo k por este valor na fórmula [28], obtemos $r = 1 - c = 0,9$, como já sabíamos.

Assim, a atividade bancária de bancos pequenos dá origem, no conjunto, a um volume de depósitos (dez milhões de u.m.) e a uma

Quadro IV-2 Sistema de bancos pequenos ($k = 0$ e $c = 0,1$)

	Dinheiro que fica no caixa do banco	*Expansão de crédito (empréstimos* ex nihilo*)*	Depósitos
Banco A	100.000	900.000	1.000.000
“ B	90.100	810.000	900.000
“ C	81.000	729.000	810.000
“ D	72.900	565.000	729.000
“ E	65.600	590.000	656.000
“ F	59.000	531.000	590.000
“ G	53.100	478.000	531.000
“ H	47.800	430.000	478.000
“ I	43.800	387.000	430.000
“ J	38.700	348.000	387.000
“ .	.	.	.
“ .	.	.	.
Totais do sistema bancário	d = 1.000.000	$x = \frac{d(1 - c)}{c} = 9.000.000$	$\frac{d}{c} = 10.000.000$

Nota: Os últimos três montantes foram arredondados

geração líquida de expansão de crédito (nove milhões de u.m.) *idênticos aos que já vimos no caso do banco monopolista, para o qual $k = 1$.* Estes resultados da atividade bancária de bancos pequenos podem ser resumidos como se mostra no quadro IV-2.

A atividade bancária de bancos pequenos é um caso particular (quando $k = 0$) do sistema bancário geral (no qual k é menor do que 1 mas maior do que 0). Ainda assim, este sistema é, pela fácil compreensão, o utilizado geralmente nos manuais para explicar a criação de moeda bancária por parte do sistema financeiro.[30]

Por sua vez, o sistema de banco único monopolista também é um caso particular (quando $k = 1$) do caso mais geral da expansão de depósitos e de créditos gerados por um banco *isolado*.

Em suma, existem dois casos particulares que originam os mesmos resultados quanto ao volume de depósitos (dez milhões) e geração de novos créditos (nove milhões de u.m.). O primeiro é o de um sistema bancário constituído unicamente por bancos minúsculos, cada um com coeficiente $k = 0$. O segundo é o de um banco isolado, com um coeficiente $k = 1$. Dada a facilidade de compreensão de ambos, estes são os casos geralmente utilizados nos manuais para explicar a geração de créditos e o volume de depósitos criados pelo sistema bancário. Dependendo do texto, uns preferem referir à atividade bancária de bancos minúsculos, e, outros, o sistema de banco único monopolista (ou aquele em que os derradeiros receptores dos empréstimos são também clientes do próprio banco).[31]

6
Algumas complexidades adicionais

A expansão iniciada simultaneamente por todos os bancos

Os processos de expansão de crédito relativos ao sistema bancário que aqui estudamos foram, necessariamente, analisados de forma simplificada. Por isso, é preciso fazer algumas considerações e esclarecimentos complementares. Em primeiro lugar, o processo de expansão de crédito teve origem única e exclusiva graças ao aumento do dinheiro

---

[30] Assim, ver, entre outros, Juan Torres López, *Introducción a la economía política*, Editorial Cívitas, Madrid 1992, pp. 236-239; e José Casas Pardo, *Curso de economía*, 5.ª edição, Madrid 1985, pp. 864-866.

[31] Este é o sistema que Bresciani-Turroni prefere seguir no seu *Curso de economía*, vol. II, obra citada, pp. 133-138.

depositado no banco original (no nosso exemplo, *d* representa um milhão de u.m. depositado no banco A). Ainda assim, tanto histórica, à medida que se desenvolveu o sistema bancário, como atualmente, todo o processo de expansão de crédito é caracterizado pelo fato de o novo dinheiro chegar ao sistema bancário não via um único banco, mas por um conjunto (quando não é o caso, de certa forma, de ser por intermédio de *todos*). Isto significa que, como assinala Richard G. Lipsey,[32] a expansão de crédito descrita, criada *ex nihilo* e coberta pela criação dos depósitos bancários necessários (e que no nosso exemplo, com um coeficiente de caixa de 10%, acabava por dar origem a uma criação de créditos no valor de nove milhões de u.m., ou seja, um valor nove vezes superior ao depósito originalmente criado, multiplicando, assim, por dez a oferta monetária total), *se reproduzirá tantas vezes quantas se deposite um milhão de u.m. em bancos diferentes, pelo que o processo generalizado de expansão é, na prática, muitíssimo maior e qualitativamente mais complexo, uma vez que teve origem simultânea em muitos bancos e muitos depósitos.* A principal conclusão a retirar daqui é que se todos os bancos recebem simultaneamente novos depósitos de moeda, poderão expandir o crédito sem serem obrigados diminuir as reservas de moeda em caixa, uma vez que, embora concedam empréstimos que possam levar à subida da moeda (tal como supusemos nos lançamentos de contabilidade realizados até agora), ao mesmo tempo, recebem em depósito parte dos empréstimos concedidos por outros bancos. Assim, *na prática, não há razões para que ocorram diminuições significativas no valor das reservas de cada banco, que, mantendo-as praticamente intactas, poderá efetuar empréstimos e, assim, criar depósitos sem grandes riscos.*

Este o argumento teórico levou diversos autores, entre eles Murray N. Rothbard,[33] a escrever sobre o processo de expansão de crédito do sistema bancário, considerando que o banco isolado não perde reservas quando concede empréstimo novos. Em vez disso, mantendo o volume de reservas intacto, faz o possível para conceder novos créditos em um múltiplo determinado pelo inverso do coeficiente de caixa. O argumento para explicar dessa forma o multiplicador bancário, inclusive do ponto de vista de um banco isolado, é que o banco procurará não diminuir as reservas no processo de concessão de empréstimos (ficando com cem mil u.m. e emprestando novecentas mil). Será muito mais vantajoso para o banco manter o seu coeficiente, concedendo um volume muito maior de empréstimos e mantendo inalteradas as reservas iniciais de moeda em caixa (ou

---

[32] Richard G. Lipsey, *An Introduction to Positive Economics*, 2nd ed., Weidenfeld and Nicolson, Londres, 1966, pp. 682–83.

[33] Murray N. Rothbard, *The Mystery of Banking*, ob. cit., cap. VIII, pp. 111-124.

sejam mantendo em caixa um milhão de u.m. e criando do nada nove milhões de u.m. por meio da concessão de empréstimos). Na prática, a manutenção do nível de caixa poderá ser assegurada se o processo de expansão de crédito se realizar *simultaneamente* em todos os bancos, uma vez que o dinheiro em caixa perdido por um devido aos empréstimos concedidos, tenderá a ser compensado pelos novos depósitos que receba como resultado dos empréstimos que tenham sido concedidos por outros bancos.

Este tipo de apresentação do processo de expansão não costuma ser facilmente compreendido por leigos na matéria, nem tampouco pelos profissionais do setor bancário, que estão habituados a ver o seu "negócio" como uma atividade de mera intermediação entre depositantes e tomadores. No entanto, uma prova evidente de que a abordagem de Rothbard e outros é totalmente correta está no fato de ser irrelevante, no momento, estarmos perante do que temos analisado até agora (um depósito original de um milhão de u.m. no banco A que se estende a todo o sistema bancário), ou de um sistema bancário constituído por dez bancos, em cada um dos quais se depositem simultaneamente cem mil u.m. (ou seja, um total de um milhão de u.m. dividido entre dez bancos). Neste último, cada banco manterá um caixa de cem mil u.m., sem qualquer diminuição, o que fará com que seja possível que cada banco expanda os créditos e crie do nada novos meios fiduciários no valor de novecentas mil unidades. Cada banco poderá manter uma caixa inalterada de cem mil u.m., se as possíveis diminuições no seu encaixe, como consequência dos empréstimos que conceda, forem compensados pelos novos depósitos que tenham origem nos empréstimos concedidos por outros bancos. Assim, se a expansão for realizada *simultaneamente* por todos os bancos, cada banco pode manter inalteradas as reservas de caixa e criar do nada, com um coeficiente de caixa de 0,1, até nove vezes os depósitos iniciais em forma de créditos cobertos por novos meios fiduciários. Analisemos, então, os efeitos contábeis desse processo de expansão simultânea.

Suponhamos que existam dez bancos e que cada um receba um milhão de u.m. de novos depósitos originais de moeda. Consideremos que todos têm o mesmo tamanho, um coeficiente de caixa de 10% e, para simplificar, que $k = 0$. Suponhamos, ainda, que cada banco tenha uma quota de mercado de 10% (ou seja, que cada banco dispõe de 10% de todos os clientes do mercado em que opera, clientes estes que se encontram distribuídos aleatoriamente). Se cada um desses bancos começar a expandir simultaneamente o crédito de acordo com o processo descrito nos lançamentos (44) e seguintes, é evidente que qualquer um deles, por exemplo o banco A, acabará, mais tarde ou mais cedo, por receber depósitos provenientes do créditos que sejam concedidos pelos

demais bancos, de acordo com o esquema do quadro IV-2. Assim, os lançamentos a efetuar ao longo do exercício, se todos os bancos expandissem o crédito simultaneamente, seriam os seguintes:

(52)	Banco A		
Ativo			Passivo
1.000.000 Caixa		Depósitos à vista	1.000.000
900.000 Empréstimos		Depósitos à vista	900.000
900.000 Depósitos à vista		Caixa	900.000

Esta diminuição do dinheiro em caixa seria compensada por um depósito à vista recebido de algum cliente que tivesse recebido um empréstimo proveniente, por exemplo, do banco B, o que daria origem ao lançamento seguinte:

(53)	Banco A		
Ativo			Passivo
900.000 Caixa		Depósitos à vista procedentes de um cliente do banco B	900.000
810.000 Empréstimos		Depósitos à vista	810.000
810.000 Depósitos à vista		Caixa	810.000

O banco A acabaria por receber as 810.000 u.m., em forma de um depósito proveniente de créditos concedidos, por exemplo, pelo banco C, possibilitando os seguintes lançamentos:

(54)	Banco A		
Ativo			Passivo
810.000 Caixa		Depósitos à vista procedentes de um cliente do banco C	810.000
810.000 Empréstimos a Z		Depósitos à vista	729.000
810.000 Depósitos à vista		Caixa	729.000

E assim sucessivamente, seguido dos depósitos indiretamente recebidos de clientes que receberam empréstimos dos banco D, E, F, G, H, I e J, em um processo bem simplificado, uma vez que, na realidade, o que o banco recebe é, em média, 10% de dez empréstimos de novecentas mil u.m. concedidos na primeira vez por cada banco do sistema, 10% dos dez empréstimos de oitocentos e dez mil u.m. que cada banco concede na segunda vez, 10% dos dez empréstimos de setecentas e vinte e nove mil u.m. que cada banco concede na terceira vez, e assim sucessivamente.

Assim, se existirem dez bancos e cada um receber um milhão de u.m. de depósitos originais, expandindo o crédito, o balanço de qualquer deles, por exemplo do A, será o seguinte:

(55)	Banco A Balanço $c = 0{,}1$ e $k = 0$		
ATIVO			PASSIVO
Caixa	1.000.000	Depósitos à vista (primários)	1.000.000
Empréstimos	9.000.000	Depósitos à vista (secundários)	9.000.000
Total de ativo	10.000.000	Total de passivo	10.000.000

Assim, o balanço de cada um dos bancos coincidiria com o que apresentamos anteriormente para o caso de $k = 1$ (banco monopolista ou em que todos os derradeiros receptores do dinheiro eram clientes do mesmo banco), uma vez que, embora neste caso não exista monopólio, o dinheiro de caixa que o banco perde inicialmente ao expandir o crédito é compensado pelos depósitos que recebe e que provêm dos créditos que os demais bancos expandam.

A partir do balanço (55), podemos concluir que o banco não precisa de reduzir o saldo de tesouraria para expandir o crédito. Em vez disso, se o restante dos bancos expandir o crédito simultaneamente, esse banco pode manter o nível de reservas em caixa inalterado e passar diretamente a conceder uma soma de empréstimos que equivalha a um múltiplo das reservas (no nosso caso, com cada um milhão de reservas mantido em caixa, são criados do nada nove milhões de empréstimos cobertos por nove milhões de depósitos secundários). Por isso, a apresentação que Rothbard faz do processo é correta, mesmo no caso de um banco isolado, caso ocorra dos demais bancos do sistema também receberem depósitos originais (ou seja, uma parte alíquota do novo dinheiro que se cria no sistema) e de todos expandirem o crédito simultaneamente. O dinheiro que cada banco teoricamente perderia ao conceder empréstimos é compensado pelos depósitos que recebe provenientes dos empréstimos expandidos pelos colegas, pelo que cada banco, por si só, pode expandir o crédito em nove milhões de u.m. Dessa forma, a expansão total do sistema seria de noventa milhões de u.m e os depósitos totais ou oferta monetária de cem milhões de u.m.

Podemos conseguir resultados numéricos idênticos aos apresentados no quadro IV-2 supondo simplesmente que um depósito original de um milhão de u.m., inicialmente efetuado no banco A, se divide por parte iguais, nos dez bancos dos sistema, em frações de 100.000 u.m. Essas cem mil u.m. ficariam inalteradas no caixa de cada banco, que poderia expandir o crédito em novecentas mil u.m. A totalidade do sistema bancário geraria assim nove milhões de u.m. de novos empréstimos e um total dez milhões de u.m. em depósitos primários e secundários.

É obvio que este último exemplo, com o qual concluímos a análise contabilística da expansão de créditos e depósitos por parte de bancos isolados e de sistemas bancários, é o mais realista. No sistema monetário atual, o aumento da oferta monetária se espalha por todo o sistema e chega praticamente a todos os bancos, o que lhes permite expandir o seu crédito de forma simultânea e de acordo com os processos que vimos. Da mesma forma, no processo histórico de formação dos bancos, existem indícios claros de que os bancos nunca surgiram sozinhos, mas em grupos. Até Saravia de la Calle refere que se estabeleciam em grupos, dando "fiadores e e agindo como fiadores uns dos outros",[34] o que significa que, já na época das feiras castelhanas do século XVI, os banqueiros tinham consciência da estreita relação e forte comunidade de interesses existente entre eles no que dizia respeito ao destino dos negócios, bem como da necessidade de se apoiarem mutuamente.

No que concerne ao padrão-ouro, cuja oferta monetária se baseava na descoberta de novas minas de ouro e na evolução das técnicas de extração, poderíamos considerar que, em caso de novas e importantes descobertas, o novo dinheiro chegaria primeiro apenas a alguns bancos concretos, e, daí, estender-se-ia ao resto do sistema bancário, não se tratando assim de um processo de expansão simultânea, mas de um processo gradual de transmissão do dinheiro através de todo o sistema.

Podemos, pois, concluir que, se existirem muitos bancos e muitos depósitos novos, e se cada banco expandir simultaneamente o crédito de acordo com os processos que vimos, mesmo um banco isolado será capaz de manter o nível de reservas inalterado e expandir por si só um múltiplo deste nível, que é determinado pela inversa do coeficiente de caixa (sendo $k = 0$).[35] Torna-se assim evidente

[34] Doctor Saravia de la Calle, *Instrucción de mercaderes*, ob. cit., p. 180.

[35] Nestas circunstâncias, que são as mais reais no mercado, a afirmação de C. C. Phillips perderia credibilidade. Para esse autor (*Credit Banking*, ob. cit., p. 64) "*it follows for the banking system that deposits are chiefly the offspring of loans. For an individual bank, loans are the offspring of deposits.*" Esta segunda afirmação é a que não está correta nas circunstâncias mais reais, uma vez que, se houver muitos bancos com muitos depósitos originais e se todos expandirem o crédito simultaneamente, também os depósitos de cada banco isolado são um resultado da expansão creditícia que cada um realiza em uníssono. Deixamos para o capítulo VIII o estudo da possibilidade (negada por Selgin) de bancos, mesmo em um regime de atividade bancária livre, iniciarem uma expansão de crédito simultânea, mesmo não havendo aumento do volume de depósitos primários em todos eles (ou seja, através de uma diminuição generalizada do seu encaixe ou coeficiente de caixa). Nesse capítulo, explicaremos também, seguindo Mises, que, em um regime de atividade bancária livre, um banco não pode expandir o seu crédito de forma isolada diminuindo o encaixe para valores inferiores ao do nível de prudência sem colocar em risco a solvência. Ambos os fenômenos explicam a tendência irresistível dos banqueiros para concordar e preparar em conjunto (habitualmente por meio de um banco central) o ritmo geral de expansão de crédito.

que os depósitos não são mais do que uma cobertura contabilística da riqueza de que o os bancos se apropriam quando expandem o seu crédito. E, apesar da *titularidade formal*, do ponto de vista contábil (que não jurídico), destes créditos ser dos titulares dos depósitos, uma vez que em circunstâncias normais estes consideram que os depósitos são moeda (substitutos monetários perfeitos) que podem usar para as transações, sem que nunca seja necessário levantar unidades monetárias físicas, é claro que, *de fato*, os ativos gerados pelo sistema bancário "não são de ninguém" (embora também se pudesse considerar que em grande medida são dos acionistas, administradores e gerentes dos bancos, que são os que, *de fato*, tiram proveito de muitas das vantagens econômicas de tal riqueza, com a vantagem adicional de não aparecerem como proprietários, uma vez que os livros de contabilidade mostram os depositantes como titulares).

Ou seja, em circunstâncias normais, os depósitos surgem a partir dos créditos e não são mais do que um resultado contábil colateral de uma riqueza acumulada pelos bancos que se mantém indefinidamente em seu poder. Mais adiante, quando falarmos das notas de banco, e, no último capítulo deste livro, quando estudarmos o processo de transição e reforma bancária que propomos, teremos a oportunidade de voltar a realizar uma série de considerações complementares sobre esse importantíssimo fato econômico.

O "enxugamento" da oferta monetária do sistema bancário

Outra complexidade deriva do fato de que, na realidade, cada vez em que empréstimos são concedidos, depósitos ou saques são efetuados, certo percentual da oferta monetária é "enxugado" do sistema bancário, e é guardado pelos particulares, que conservam moeda em seu poder, não pretendendo depositá-la em um banco. Ora, quanto maior for a percentagem de moeda "enxugada" para os bolsos dos particulares em cada interação e que não volta ao sistema bancário, menor será a capacidade expansiva de geração de novos créditos por parte do mesmo.

Em um sistema bancário de bancos pequenos (em que $k = 0$) e com um coeficiente de caixa $c = 0,1$, se f for o coeficiente ou proporção da oferta de moeda "enxugada" do sistema bancário, supondo um $f = 0,15$, então, se o banco A emprestar novecentas mil u.m., apenas voltarão ao sistema bancário $(1 - f)900.00 = (1 - 0,15)900.000 = 0,85 \times 900.000 = 765\ 000$ u.m, e assim sucessivamente. Assim, para o sistema de bancos pequenos e considerando $k = 0$, $c = 0,1$ e $f = 0,15$, poderíamos utilizar as seguintes fórmulas:

Sendo D_N os depósitos totais líquidos, constituídos pelos depósitos brutos, D_B, menos o montante total do dinheiro "enxugado" do sistema bancário F, teríamos que:

[29] $$D_N = D_B - F$$

Por sua vez, o montante total do dinheiro "enxugado" do sistema bancário será, logicamente, f vezes o montante total dos depósitos brutos, DB, em que f é o coeficiente ou percentagem de moeda "enxugada" do sistema bancário. Ou seja:

[30] $$F = fD_B$$

Já o dinheiro inicialmente depositado será igual ao montante de depósitos líquidos multiplicado pelo correspondente coeficiente de caixa mais o total de moeda "enxugado" do sistema. Ou seja:

[31] $$d = D_N \times c + F$$

Substituindo, nessa fórmula, o valor dos depósitos líquidos, D_N, pelo valor da fórmula [29] e F pelo valor de [30], teríamos:

[32] $$d = (D_B - F) \times \mathrm{c} + fD_B$$

Se substituíssemos F por fD_B, teríamos:

[33] $d = (D_B - fD_\mathrm{B})\, c + fD_\mathrm{B}$; e encontrando o fator comum de D_B, teríamos:

[34] $$d = D_B(c - cf + f)$$

Logo,

[35] $$D_n = \frac{a}{1 - r} = \frac{d}{c - cf + f}$$

Como $D_\mathrm{n} = D_\mathrm{g}(1 - f)$,

[36] $$D_N = D_B\,(1 - f) = \frac{d(1 - f)}{c - cf + f} = \frac{d(1 - f)}{c(1 - f) + f} = \frac{d}{c + \dfrac{f}{1 - f}}$$

Esta seria a fórmula dos depósitos líquidos criados pelo sistema bancário. A expansão de crédito criada pelo sistema de "enxugamento" da oferta monetária seria igual a:

[37] $$x = D_N = d = \frac{d}{c + \dfrac{f}{1 - f}} = d$$

Se considerarmos $f = 0$ nas fórmulas anteriores, estaremos perante os casos de expansão de créditos e de volume total de depósitos que estudámos até agora, ou seja:

[38] $$D_N = \frac{d}{c} = \frac{1.000.000}{0,1} = 10.000.000$$

e

[39] $$X = \frac{d}{c} - d = \frac{d(1-c)}{c} = \frac{1.000.000\,(0,9)}{0,1} = 9.000.000$$

Vejamos agora em quanto fica limitada a expansão de crédito se, sendo d = 1.000.000 de u.m. e c = 0,1, como até agora, existindo ainda uma percentagem f de "enxugamento" de moeda do sistema bancário de 15% (f = 0,15).

[40]

$$D_N = \frac{1.000.000}{0,1 + \frac{0,15}{1-0,15}} = \frac{1.000.000}{0,1 + \frac{0,15}{0,85}} = \frac{0,85 \times 1.000.000}{0,085 + 0,15} = \frac{850.000}{0,235} = 9.000.000$$

Assim, o total de depósitos do sistema bancário com um coeficiente de "enxugamento" de oferta monetária de 15 % seria de 3.617.021, em vez dos dez milhões quando $f = 0$.

No que respeita à geração de expansão de crédito líquido, esta seria x = 3.617.021 – 1.000.000 = 2.617.021, em vez dos nove milhões que se produziam sem a saída da oferta de moeda. Portanto, existindo uma percentagem de "enxugamento" superior a zero, reduz-se significativamente a capacidade do sistema bancário para criar empréstimos e gerar depósitos a partir do nada.[36]

[36] Estas fórmulas foram desenvolvidas a partir do livro de Armen A. Alchian e William R. Allen, *University Economics*, Wadsworth Publishing, Belmont, California, 1964, pp. 675-676. Se, como é dito com cada vez mais insistência, o coeficiente de caixa legal se reduzisse a *zero*, o total de depósitos líquidos, D_N, seria:

$$D_N = \frac{d}{\frac{f}{1-f}} = \frac{d(1-c)}{f} = \frac{1.000.000\,(0,85)}{0,15} = 5.666.667 \text{ u.m.}$$

E a expansão de crédito líquida, x:

$$x = D_N - d = 4.666.667 \text{ u.m.}$$

Logo, conclui-se que, se não existisse o "enxugamento"da oferta monetária do sistema ($f = 0$) e as autoridades bancárias eliminassem o coeficiente de caixa ($c = 0$), estas últimas poderiam impulsionar o volume de expansão de crédito tanto quanto quisessem, uma vez que:

$$D_N = \frac{d}{0} = \infty$$

A manutenção de reservas superiores ao encaixe mínimo necessário

Outra complexidade com um efeito muito semelhante ao estudado na seção anterior é a que decorre do fato de os bancos manterem reservas superiores às necessárias. Isto tende a ocorrer em determinadas etapas do ciclo econômico nas quais os bancos desenvolvem um comportamento relativamente mais prudente, ou se veem forçados a aumentar as reservas perante a dificuldade de encontrar um número suficiente de tomadores solventes que estejam dispostos a pedir empréstimos, ou ambas as coisas ao mesmo tempo. Isto acontece, por exemplo, nas fases de recessão econômica que seguem a expansão de crédito. Em todo o caso, a manutenção de reservas superiores às necessárias reduz a capacidade de expansão de crédito do sistema, tal como a existência de um coeficiente *f* de "enxugamento" da oferta monetária do sistema bancário.[37]

Coeficientes de caixa diferentes de acordo com o tipo de depósitos

Por fim, outra complexidade a ser considerada é a decorrente do fato do coeficiente de caixa para os depósitos à vista, em muitos países, ser diferente do coeficiente para os depósitos a prazo, embora, na prática, estes, como já sabemos, sejam verdadeiros depósitos à vista. Embora todas as fórmulas que consideramos até agora possam ser reelaboradas, discriminando entre um e outro tipo de depósitos, o grau de complexidade envolvido não compensa o pequeno valor acrescentado que pudesse ser derivado dessa análise, pelo que optamos por não expô-la aqui.[38]

(Esta expansão geraria, de forma agravada, todos os efeitos de distorção sobre a estrutura produtiva real que estudaremos no capítulo V.)

[37] Para ilustrar a importância que os efeitos mencionados no texto podem ter na diminuição do multiplicador de expansão bancária, realce-se que, na Espanha, por exemplo, de 50 milhões de oferta monetária (incluindo o dinheiro vivo em poder do público, os depósitos à vista, os depósitos de poupança e os depósitos a prazo, que, apesar do seu nome, no sistema bancário espanhol, são, maioritariamente, verdadeiros depósitos à vista, dado que podem ser levantados, sem qualquer penalização ou com penalizações muito reduzidas, em qualquer momento pelos titulares) apenas cerca de 6,6 bilhões são dinheiro vivo em poder do público. Isto significa que um pouco mais de 13,2% do total é constituído por este dinheiro em poder do público, pelo que o multiplicador de expansão bancária seria superior a 7,5 vezes (o que equivaleria a um coeficiente de caixa de 13%). Uma vez que o coeficiente de caixa atualmente em vigor na Espanha é de 2% (circular monetária do Banco de Espanha 1/1996, de 11 de outubro), a diferença até 13,2 % é devida, precisamente, ao efeito do coeficiente *f* de "enxugamento" de oferta da moeda que está em poder do público, possivelmente maior devido à conjuntura de recessão econômica do passado, o que aumentou o volume de depósitos e de fundos em poder dos bancos, diminuindo momentaneamente a possibilidade de aumentar o processo expansivo de criação de créditos. Este comentário baseia-se nos dados provisórios de junho publicados em agosto de 1994 no *Boletín Estadístico del Banco de España*, e que nos foi facilitado muito gentilmente por Luís Alfonso López García, inspetor do Banco de Espanha.

[38] Podemos ver, no entanto, o desenvolvimento das fórmulas sobre esta complexidade no livro de Lau-

7
As semelhanças entre a criação de depósitos e a emissão de notas bancárias sem lastro

Este livro não tem como objetivo a análise econômica da emissão de notas bancárias sem lastro, uma operação que historicamente surgiu na prática bancária muito depois da descoberta da atividade bancária com reserva fracionária.[39] No entanto, interessa agora estudar, com algum detalhe, os aspectos contábeis e jurídicos da emissão de notas bancárias sem lastro, uma vez que, como vamos demonstrar, *tem efeitos idênticos aos que se produzem com a criação de créditos e depósitos a partir do nada por parte dos bancos*.

Imaginemos que a atividade bancária esteja começando a surgir e que os bancos atuem como como verdadeiros depositários de moeda, como o estipulado pelo contrato de depósito irregular. Enquanto forem cumpridos os princípios gerais do Direito, que estudamos nos capítulos I a II, o banco aceitará as unidades monetárias (geralmente ouro, ou qualquer outra *moeda commodity*), as manterá nos cofres e, em contrapartida, entregará *certificados de depósito*, recibos ou notas de banco ao portador no montante total das quantidades confiadas. Neste caso, o banco cumpridor de seus compromissos fará o seguinte lançamento no livro Diário:

(56)	Banco A	
Ativo		Passivo
1.000.000 Caixa	Certificados de depósito ou notas de banco	1.000.000

Se o banco depositário cumprir os compromissos durante um longo período de tempo e as pessoas confiarem plenamente nele, o público, gradualmente, começará a utilizar notas de banco (títulos

rence S. Ritter e William L. Silber, *Principles of Money, Banking and Financial Markets*, 3.ª edição revista e ampliada, Basic Books, Nova York 1980, pp. 44-46. Outros trabalhos que desenvolvem pormenorizadamente a teoria do multiplicador bancário são os de John D. Boorman e Thomas M. Havrilesky, *Money Supply, Money Demand and Macroeconomic Models*, Allyn & Bacon, Boston 1972, especialmente as pp. 10-41; Dorothy M. Nichols, *Modern Money Mechanics: A Workbook on Deposits, Currency and Bank Reserves*, publicado por Federal Reserve Bank of Chicago, pp. 29-31; e é também interessante o livro de Phillip Cagan, *Determinance and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960*, Columbia University Press, Nova York, 1965. Na Espanha, trabalhou extensivamente sobre este tema José Miguel Andreu García. Ver, por exemplo, os artigos “En torno a la neutralidad del coeficiente de caja: el caso español”, em *Revista de Economía*, n.º 9, e “El coeficiente de caja óptimo y su posible vinculación con el déficit público”, *Boletín Econômico de Información Comercial Española*, 29 de junho a 5 de julho de 1987, pp. 2425 e ss.

[39] A.P. Usher, *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, ob. cit., pp. 9 e 192

ou certificados de depósito entregues pelo banco em troca das unidades monetárias depositadas) *como se* fossem as próprias unidades monetárias, convertendo assim as notas em unidades monetárias por si mesmas (*substitutos monetários perfeitos* na terminologia de Mises). Como a moeda é um bem presente que de que os seres humanos precisam e que utilizam apenas como meio de troca e não para consumo próprio, se os depositantes confiarem no banco, o uso das notas bancárias como moeda poderá se manter por tempo indefinido (sem haver necessidade de ir ao banco sacar as unidades monetárias que lá depositadas originalmente). Ora, quando isso acontecer, é possível que o banqueiro comece a se sentir tentado a emitir certificados de depósito em número superior ao das unidades monetárias que realmente tiver recebido em depósito.

É evidente que se o banco se deixar levar pela tentação, violará os princípios universais do Direito, incorrendo nos crimes não só de *falsificação de documentos* (por emitir um certificado *falso* não lastreado pelo depósito correspondente), mas também de *estelionato*, por entregar como meio de pagamento algo que na realidade carece totalmente de lastro.[40] Ainda assim, se gozar de confiança suficiente e souber por experiência que com um coeficiente de caixa $c = 0{,}1$ pode, em condições normais, cumprir os compromissos correntes, o banco poderá emitir até nove vezes mais de novos certificados falsos de depósito ou *notas de banco*, o que daria azo ao seguinte lançamento no diário:

(57)	Banco A		
Ativo			Passivo
9.000.000 Empréstimos		Notas de banco	9.000.000

Supusemos que o banco utiliza as notas falsificadas para conceder empréstimos, mas também poderia tê-las usado para qualquer outro fim, como por exemplo, comprar qualquer outro ativo (por exemplo, imóveis luxuosos) ou, simplesmente, em gastos de consumo. Se o banco usar tais notas para conceder empréstimos, o balanço do banco será o seguinte:

[40] "*He who has made a special promise to give definite parcels of goods in return for particular individual papers, cannot issue any such promissory papers without holding corresponding goods. If he does so, he will be continually liable to be convicted of fraud or default by the presentation of a particular document*". William Stanley Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange*, D. Appleton & Co., Nova Iorque 1875, e Kegan Paul, Londres 1905, p. 209.

(58)	Banco A - Balanço		
Ativo			Passivo
Caixa	1.000.000	Notas de banco	10.000.000
Empréstimos	9.000.000		
Total de ativo	10.000.000	Total de passivo	10.000.000

Caso exista confiança no banco, os tomadores aceitarão receber os empréstimos em notas, e estas andarão de mão em mão como se fossem moeda. Nestas circunstâncias, o banco poderá até, e com bastante razão, chegar a considerar que nunca ninguém devolverá as notas ao banco para sacar o dinheiro originalmente depositado. No momento em que isso acontecer realmente, o fato econômico correspondente poderá se manifestar no reconhecimento contábil de que os nove milhões de notas falsas postos em circulação pelo banco são, em última análise, um lucro do exercício, do qual qualquer banqueiro pode apropriar-se livremente. Neste caso, proceder-se-ão aos seguintes lançamentos:

(59)	Banco A	
Ativo		Passivo
1.000.0000 Caixa	Notas de banco	1.000.000
9.000.000 Empréstimos	Notas de banco	9.000.000
9.000.000 Depósitos à vista	Lucro	9.000.000

Reconhece-se, assim, de forma contábil o fato econômico de que o banqueiro está seguro de que nunca terá de devolver o montante de notas que circulam como moeda. O balanço do banco seria, então, o seguinte:

(60)	Banco A Balanço		
Ativo			Passivo
Caixa	1.000.000	Notas de banco	10.000.000
Empréstimos	9.000.000	Lucros (patrimônio próprio)	9.000.000
Total de ativo	10.000.000	Total de passivo	10.000.000

Este balanço é o reconhecimento contábil de que, depois das notas de banco adquirirem natureza de unidades monetárias, nunca ninguém as devolverá ao banco para levantar dinheiro, uma vez que já circulam e são, elas mesmas, consideradas como moeda. É registado apenas no passivo 1.000.000 de notas emitidas, dado que se sabe que 10% são suficientes para fazer frentes aos pedidos normais

de conversão. Assim, este último balanço supõe o reconhecimento contábil da fraude cometida pelo banco ao emitir notas em um montante superior ao montante de moeda depositado. Embora no passado os banqueiros nunca tenham contabilizado dessa forma a emissão de notas sem lastro, uma vez que isso teria tornado completamente transparente a fraude cometida em grave prejuízo dos interesses de terceiros (que veriam diminuída a capacidade aquisitiva das unidades monetárias como consequência do aumento da oferta monetária; isto sem considerar os efeitos de crises e recessões econômicas que analisaremos mais adiante), esse balanço é, claramente, mais honesto, uma vez que, pelo menos, traz à evidência a manobra realizada e mostra que a emissão de notas sem lastro é uma fonte de financiamento permanente que permite aos banqueiros a apropriação de um volume considerável de riqueza.

O leitor terá com certeza reparado que os lançamento (55) a (58) são idênticos aos que já tínhamos visto para os depósitos. Na verdade, a natureza e os efeitos econômicos das notas de banco e dos depósitos secundários são idênticos. De fato, constituem a mesma operação e dão lugar aos mesmos efeitos econômicos e contábeis.

Ambos geram volumes de ativos consideráveis a favor dos bancos, que são subtraídos gradualmente e de forma diluída de todos os agentes econômicos que atuam no mercado por meio de um processo que estes não são capazes de entender nem de identificar, e pelo qual os bancos obtêm os ativos à custa de pequenas diminuições na capacidade aquisitiva das unidades monetárias de todos os agentes que as utilizam na sociedade. A expansão de crédito é coberta pela criação de novos depósitos ou notas que, ao se converterem em dinheiro, do ponto de vista subjetivo do público, em circunstâncias normais, nunca são levantados. Dessa forma, os bancos apropriam-se de um significativo volume de riqueza que, contabilmente, mantêm coberto com depósitos ou notas que lhes permitem camuflar o fato de que, economicamente, são os únicos beneficiários que, de fato, tiram completo proveito da propriedade dos referidos ativos. Conseguiram, assim, uma fonte permanente de financiamento que, em princípio, ninguém reclamará; um "empréstimo" cuja devolução nunca lhes será exigida (o que, em última análise, equivale a um verdadeiro "presente"). Economicamente, são os bancos e os demais agentes econômicos relacionados aos bancos os que tiram proveito de tão extraordinárias circunstâncias, uma vez que o enorme poder de criação de moeda lhes permite expandir continuamente os ativos, os escritórios, os empregados etc. Ademais, conseguiram manter a atividade relativamente oculta do público em geral, seja do especialista em Economia ou não, ao cobrir os créditos criados do nada com contas do passivo que não coincidem com as do patrimônio próprio (contas de

depósito ou notas de banco). Em suma, os bancos descobriram a *pedra filosofal*, tão procurada na Idade Média, que lhes permite criar novas unidades monetárias do nada e gerar uma riqueza camuflada como prejuízo e fraude a terceiros. Em termos contábeis, a propriedade dessa riqueza é formalmente dos depositantes, mas, na prática e em última análise, não é de ninguém (embora economicamente seja dos próprios banqueiros). Como já referimos anteriormente, o reconhecimento desta realidade será muito importante quando, mais adiante, no último capítulo do presente livro, propusermos um sistema de transição e reforma do sistema bancário, pois a riqueza gradualmente acumulada pelos bancos pode e deve ser devolvida aos cidadãos, tornando-se disponível por meio de um processo de privatização para diferentes objetivos de grande importância social (como por exemplo, ajudar à eliminação da dívida pública ou à transição para um sistema privado de Segurança Social baseado na capitalização).

O paralelismo entre a emissão de notas sem lastro e a expansão de crédito coberta por depósitos secundários criados *ex nihilo* que analisamos ao pormenor pode agora ser compreendido na plenitude. De fato, todos os argumentos apresentados nas páginas anteriores acerca dos depósitos à vista, podem agora ser usados, *mutatis mutandis*, em relação às notas de banco. Assim, sem necessidade de repetição de tudo o que foi dito até agora, consideremos brevemente os seguintes lançamentos. Por exemplo, os lançamentos de concessão de empréstimos com base na emissão de notas seriam os seguintes:

(61) Banco A

Ativo		Passivo	
1.000.000	Caixa	Notas de banco	1.000.000
900.000	Empréstimos	Notas de banco	900.000

Como se pode verificar, neste caso, os empréstimos são concedidos do nada, pela simples emissão notas “falsas” que são entregues aos tomadores. No pior dos casos, se os tomadores devolverem as notas recebidas ao banco para levantarem unidades monetárias do caixa, o balanço será o seguinte:

(62) Banco A
Balanço

Ativo		Passivo	
Caixa	100.000	Notas de banco	1.000.000
Empréstimos	900.000		
Total de ativo	1.000.000	Total de passivo	1.000.000

Suponhamos agora que os tomadores pagam este dinheiro a outras pessoas e que estas acabam por levá-lo para outro banco, por exemplo, o banco “B”, que também emite notas sem lastro. O banco “B” efetuaria o seguintes lançamentos:

(63)	Banco B		
ATIVO			PASSIVO
900.000 Caixa		Notas de banco	900.000
810.000 Empréstimos		Notas de banco	810.000

Pelo que o balanço do banco B seria:

(64)	Banco B Balanço		
ATIVO			PASSIVO
Caixa	90.000	Notas de banco	900.000
Empréstimos	810.000		
Total de ativo	900.000	Total de passivo	900.000

E assim sucessivamente em todo o sistema. Se supusermos um coeficiente de caixa, c, para as notas de banco de 0,1e que $k = 0$, como sabemos, o sistema será capaz de criar do nada:

$$[41] \qquad \frac{d(1 - c)}{c} = \frac{1.000.000\ (0{,}9)}{0{,}1} = 9.000.000$$

unidades monetárias em forma de notas que não têm a correspondente lastro de moeda original (ouro ou qualquer outro tipo de moeda *mercadoria*).

Chegaríamos ao mesmo resultado no caso de um banco monopolista, em que todos confiam e de quem todos são clientes, com um coeficiente de caixa, $c = 0{,}1$ e $k = 1$. Como já vimos, a expansão de crédito, x, neste caso seria:

$$[42] \qquad x = \frac{d(1 - c)}{1 + k(c - 1)}$$

e, sendo $k = 1$, x seria igual a $\frac{d(1 - c)}{c}$ de notas criadas do nada.

Supondo que todos os bancos emitem notas simultaneamente e que recebem novas unidades monetárias originais por igual, haveria a possibilidade de um só banco, mantendo inalteradas as próprias reservas de caixa, gerar um múltiplo igual a $\frac{d(1 - c)}{c}$ de notas de banco, de acordo com o lançamentos seguintes:

(65)	Banco A		
Ativo			Passivo
1.000.000 Caixa		Notas de banco	1.000.000
9.000.000 Empréstimos e outros usos		Notas de banco	9.000.000

E, da mesma forma, poderíamos reproduzir todos os lançamentos contábeis para o caso mais geral em que k > 0 (no nosso exemplo, *k* = 0,20). Mantendo o coeficiente de caixa de 10%, por cada milhão de u.m. que recebesse, o banco poderia criar do nada novas notas em um montante de:

$$[43] \quad \frac{d(1 - c)}{1 + k(c - 1)}$$

ou seja, em um montante de 1.097.560 em forma de notas de banco sem lastro. Poderíamos repetir todos os resultados a que chegamos em relação aos depósitos bancários, mas agora para as nota de banco, o que demonstra que *não existe qualquer diferença econômica entre a emissão de notas sem lastro e a expansão* ex nihilo *de crédito bancário coberta por depósitos gerados do nada*. A única diferença é jurídica, uma vez que, de acordo com os princípios universais de Direito, a emissão de notas sem lastro configura uma falsificação de documentos e um crime de estelionato, ao passo que, no caso do contrato de depósito bancário de moeda há apenas uma apropriação indébita.

Por outro lado, também existem diferenças quanto à materialização da operação. As notas têm a forma de títulos ao portador e cada uma delas tem um valor facial prefixado, o que permite a transmissão de uns para outros sem que o banco tenha de efetuar qualquer lançamento de contabilidade (diminuindo assim os custos das transmissões bancárias). Os depósitos, pelo contrário, têm a vantagem de permitir a escrita de um valor preciso em um cheque, sem necessidade de entrega de um número fixo de notas com um valor predeterminado, embora tenham o inconveniente de o banco ter de seguir o rasto das transações efetuadas, anotando-as nos livros.

Porém, tirando essas diferenças jurídicas e de materialização, do ponto de vista econômico, ambas as operações têm conteúdo e efeitos idênticos. Como veremos adiante, no início do processo histórico de desenvolvimento da teoria monetária, só foi possível reconhecer a imoralidade e o grave dano gerado pela criação de notas sem lastro, sem que os teóricos tivessem imediatamente percebido ou reagido à criação expansiva de créditos cobertos por depósitos criados do nada, os quais tinham exatamente os mesmos efeitos. Assim fica explicado por que

na Lei de Peel, de 19 de julho de 1844, base de todos os sistemas bancários modernos, fosse proibido a emissão de notas sem lastro, embora tal lei tenha falhado categoricamente nos objetivos de estabilização monetária, definição e defesa adequadas dos direitos de propriedade dos cidadãos no que tange a atividade bancária, uma vez que os legisladores não notaram que os depósitos bancários com reserva fracionária tinham exatamente a mesma natureza e os mesmos efeitos econômicos da emissão de notas sem lastro. Assim, a referida lei não proibiu a atividade bancária com reserva fracionária, permitindo a continuação da secular atividade de "emissão" de depósitos sem lastro (depósitos secundários). Embora, historicamente, os depósitos secundários tenham aparecido primeiro são muito mais difíceis de entender, e, por isso, só foram proibidas (e muito tardiamente) as operações de emissão de notas sem lastro, tendo a legalidade do contrato bancário de depósito monetário com reserva fracionária sido mantido até os dias de hoje, apesar de ter exatamente o mesmo conteúdo econômico e produzir os mesmos efeitos perniciosos da emissão de notas de banco sem lastro que foi proibida em 1844 pela Lei de Peel.[41]

---

[41] Como veremos mais detidamente no capítulo VIII, o primeiro teórico a notar que os depósitos bancários eram moeda e que o exercício da atividade bancária com reserva fracionária aumenta a oferta monetária, foi o escolástico espanhol Luis de Molina, *Tratado sobre cambios*, edição e introdução de Francisco Gómez Camacho, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid 1991 (a primeira edição foi publicada em Cuenca em 1597). Ver, em especial, a Disputa 409, pp. 145-156, sobretudo a p. 147. No entanto, Luís de Molina não percebeu a identidade existente entre a emissão de depósitos e notas sem cobertura, uma vez que na época os bancos ainda não tinham começado a explorar a possibilidade de emitir notas. Só em 1797, Henry Thornton se refere, pela primeira vez, ao paralelismo entre notas e depósitos (Ver: Resposta de 30 de março de 1797 em *Evidence Given Before the Lords' Committee of Secrecy Appointed to Inquire into the Courses in Which Produced the Order of Council of the 27th February 1797*, reproduzida em *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, F.A. Hayek (ed.), Augustus M. Kelley, Fairfield 1978, p. 303). Poucos anos depois, a mesma conclusão é atingida por Walter Boyd, James Pennington e o senador do Estado de Pennsylvania Condy Raguet, para os quais os depósitos e as notas eram, de igual forma, parte da oferta monetária e que devia ser retirada a licença de todos os bancos que não pagassem de imediato e em dinheiro os pedidos de levantamento de notas ou de depósitos que tivessem emitido (ver o *Report on Bank Charters* de Condy Raguet, incluído no *Journal of the Senate, 1820-1921, Pennsylvania Legislature*, pp. 252-268, e o comentário a respeito de Murray N. Rothbard incluído em *The Panic of 1819: Reactions and Policies*, Columbia University Press, Nova York e Londres, 1962, p. 148). Não deixa de ser significativo o fato de terem sido os próprios teóricos da *Banking School* os primeiros a insistirem, corretamente, que era completamente paradoxal pretender limitar a emissão de notas sem cobertura e não defender a mesma medida em relação aos depósitos, quando, na verdade, ambos tinham exatamente a mesma natureza econômica. Ver, por exemplo, o livro de James Wilson, *Capital, Currency and Banking*, publicado por The Economist, Londres 1847, p. 282; bem como os comentários de Vera C. Smith em *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, Liberty Press, Indianápolis 1990, p. 89. Nesta página, encontramos a passagem mais importante na obra de Vera Smith, referindo-se a Wilson e ao grave erro da *Currency School*, que foi incapaz de reconhecer a identidade econômica entre notas e depósitos: *"The reason the currency school usually gave for this distinction was that bank notes increased the circulation and deposits did not. Such an argument was not, of course, acceptable to Wilson as a member of the banking school of thought which both denied that the issue of notes could be increased to any undesirable extent so long as convertibility was strictly maintained, and pointed out that the difference claimed between notes and deposit liabilities was invalid. But it was still denied in many quarters that demand deposits formed part of the circulation, and it was probably by no means generally admitted right up to the time of Macleod."*

8
O processo de contração de crédito

Um dos grandes problemas do processo de expansão do crédito e da criação *ex nihilo* de depósitos provocados pelo contrato de depósito bancário com reserva fracionária é que, da mesma forma como, inevitavelmente, são desencadeadas forças que *revertem* os efeitos da expansão de crédito sobre a economia real, e criadas forças que levam a um processo paralelo de *contração de crédito*. Tal contração ocorre sempre que se produz um dos seguintes fatos: a) diminuição de depósitos originais; b) aumento do desejo do público de manter unidades monetárias fora do sistema bancário (ou seja, um aumento do coeficiente f); c) crescimento da "prudência" dos bancos, que os leva a aumentar o seu coeficiente de reserva, c, para poderem fazer frente ao possível aumento de levantamentos de moeda dos clientes; d) um súbito aumento na devolução de empréstimos não compensado por um aumento na concessão dos mesmos; e e) um aumento dos empréstimos que não possam ser devolvidos aos bancos, tendo estes de suportar um volume muito maior de devedores em mora.

Primeiramente, é evidente que caso seja retirado de um banco um determinado montante de depósitos originais (por exemplo, o milhão de u.m. que usamos nos exemplos anteriores), se eliminará em cadeia toda a criação de créditos e depósitos que descrevemos nos diferentes casos e processos anteriores, o que provocará uma diminuição de créditos e depósitos. No nosso exemplo, supondo $c = 0{,}1$ e $k = f = 0$, a diminuição nos créditos e depósitos seria de nove milhões de u.m., o que daria origem a uma considerável *contração da oferta monetária* que, em termos relativos, passaria a ser uma décima parte da que era antes. O resultado é uma grave *deflação*, ou diminuição da quantidade de moeda em circulação, que fará baixar os preços dos bens e serviços e que, a curto e médio prazo, agravará ainda mais os efeitos depressivos que todo o processo de expansão de crédito acabou por gerar e que veremos nos próximos capítulos.

Em *segundo* lugar, o desejo das pessoas de manter uma maior quantidade de moeda fora do sistema provoca os mesmos efeitos. Esta mudança determinará um aumento de f e, como já vimos antes, fará com

---

Note-se que a contradição apontada por Wilson é plenamente justificada, uma vez que, dada a identidade econômica entre notas e depósitos, os argumentos a favor do controle de emissão de uns sem cobertura são aplicáveis, *mutatis mutandis*, a outros. Além disso, esta contradição é idêntica à que, quase um século depois, expuseram os defensores do contrato de depósito irregular de títulos de valores, de que os bancos podem fazer uso, no caso da prática bancária de Barcelona no início do século XX, altura em que esta prática foi posta em causa e duramente condenada, uma vez que, como bem argumentaram os defensores, as razões esgrimidas contra tal prática deveriam se aplicar também aos depósitos bancários de moeda com reserva fracionária (lembrem-se as considerações que efetuamos no capítulo III).

que haja uma diminuição da capacidade de expansão de crédito dos bancos, o que também tem efeitos de contração e deflação monetária.

Da mesma forma, e em *terceiro* lugar, se os bancos decidirem aumentar o coeficiente de caixa e ser mais "prudentes", verificar-se-á o efeito da contração.

Em *quarto* lugar, a devolução de empréstimos provoca efeitos deflacionários (caso não sejam concedidos novos empréstimos que, pelo menos, compensem os que estão sendo devolvidos). Analisemos o caso mais detidamente, supondo um banco com $c = 0{,}1$ e $f = 0$, em que são devolvidos os empréstimos. Os lançamentos e o balanço do banco na ocasião da concessão dos empréstimos são:

(66) Banco A

Ativo		Passivo	
1.000.0000 Caixa		Depósitos à vista	1.000.000
900.000 Empréstimos		Depósitos à vista	900.000
900.000 Depósitos à vista		Caixa	900.000

(67) Banco A
Balanço *c = 0,1, k = 0 e f = 0*

Ativo		Passivo	
Caixa	100.000	Depósitos à vista	1.000.000
Empréstimos	900.000		
Total de ativo	1.000.000	Total de passivo	1.000.000

Já verificamos em exemplos anteriores que via sistema bancário eram criados empréstimos e depósitos novos no valor de nove milhões de u.m. Ora, quando o tomador devolve o empréstimo, os dois últimos lançamentos são cancelados da seguinte forma:

(68) Banco A

Ativo		Passivo	
900.000 Caixa		Depósitos à vista	900.000
900.000 Depósitos à vista		Empréstimos	900.000

De forma que o balanço de A seria:

(69) Banco A
Balanço *c* = 0'1, *k* = 0 e *f* = 0

Ativo		Passivo	
Caixa	1.000.000	Depósitos à vista	1.000.000
Total de ativo	1.000.000	Total de passivo	1.000.000

Do ponto de vista econômico, isto significa que para o banco A houve uma diminuição da oferta monetária de novecentas mil u.m.: passou de um milhão e novecentas mil u.m. na altura de concessão do empréstimo (um milhão em forma de depósitos e novecentas mil em forma de moeda entregue aos tomadores) a um milhão de u.m., o dinheiro que sobra depois de devolvido o empréstimo. Assim, para o banco isolado, a contração da oferta monetária é evidente.

Se considerarmos que todos os bancos expandem o crédito e recebem depósitos originais em simultâneo, cada banco poderá, como já vimos, manter as reservas constantes e conceder um múltiplo das mesmas em empréstimos. Assim, o balanço de qualquer banco, por exemplo do banco A, seria o que se mostra a seguir:

(70) Banco A
Balanço $c = 0,1$, $k = 0$ e $f = 0$

Ativo		Passivo	
Caixa	1.000.000	Depósitos à vista	10.000.000
Empréstimos	9.000.000		
Total de ativo	10.000.000	Total de passivo	10.000.000

Se todos os emprestadores do banco devolverem os empréstimos, o balanço do banco passará a ser:

(71) Banco A
Balanço $c = 0,1$, $k = 0$ e $f = 0$

Ativo		Passivo	
Caixa	1.000.000	Depósitos à vista	1.000.000
Total de ativo	1.000.000	Total de passivo	1.000.000

Torna-se evidente que o valor da diminuição da oferta monetária ou de contração de crédito foi de nove milhões de u.m.; uma diminuição idêntica à que o sistema bancário experimentaria como resultado da devolução acumulada de empréstimos em bancos isolados, de acordo com o que vimos nos lançamentos (68) e (69), por meio de um processo idêntico, mas inverso, ao apresentado no quadro IV-2 acima.

Por último, e em *quinto* lugar, se os empréstimos perderem o valor, por causa do fracasso da atividade econômica em que foram empregados, o banco deverá registar este fato no balanço como uma perda, pelo seguinte lançamento:

(72)	Banco		
Ativo			Passivo
9.000.000 Perdas devidas a devedores em mora (despesas)		Empréstimos	9.000.000

Pelo que o balanço do banco seria:

(73)	Banco A Balanço $c = 0{,}1$, $k = 0$ e $f = 0$		
Ativo			Passivo
Caixa	1.000.000	Depósitos à vista	10.000.000
Perdas do exercício	9.000.000		
Total de ativo	10.000.000	Total de passivo	10.000.000

Comparando este balanço com o balanço (71) podemos verificar que as reservas em caixa são as mesmas, mas com uma diferença muito significativa: no passivo existem dez milhões de u.m. em forma de depósitos contra o milhão que existia antes. Ou seja, *o banco encontra-se em uma situação de falência técnica*. No entanto, enquanto os depositantes continuarem a confiar no banco, não haverá diminuição ou contração da oferta monetária. Na verdade, os banqueiros poderão até considerar que, uma vez que ninguém os vai reclamar, os 9.000.000 de depósitos secundários que criaram do nada são um lucro do exercício que compensa os 9.000.000 de u.m. de perdidos com os devedores em mora,[42] deixando o balanço igual ao que apresentamos em (71). É evidente, porém, que, em termos de deflação, esta situação é ainda mais perigosa do que a decorrente da devolução de um empréstimo: antes de chegar a esta situação, os bancos restringirão consideravelmente a concessão de novos créditos (sendo muito mais rigorosos nos critérios de concessão), o que agravará processo deflacionário. E, se não conseguirem, ainda assim, evitar os devedores em mora e o risco de falência, estarão a um passo de perder a confiança dos clientes, o que poderá levá-los a suspender os pagamentos ou a falir e nesse caso, até o milhão de u.m. depositado originalmente seria sacado, o que poderia levar ao desaparecimento em cascata de todo o sistema bancário.

Em condições normais, os efeitos de contração ou deflação que estamos analisando não ocorrem, uma vez que, ao ser devolvido ao banco um empréstimo, o seu valor é compensado pela concessão de outro empréstimo por outro banco. Na verdade, até no mesmo

[42] É curioso observar que nas diferentes crises bancárias, os banqueiros afetados protestam sempre, alegando que podem continuar a funcionar sem problema algum e restabelecer rapidamente a "solvência" e a confiança dos clientes, com um pouco de assistência de alguém (o estado ou o banco central).

banco se tenta sempre substituir o empréstimo devolvido por outro novo. No que se refere à inadimplência, esta pode ser considerada mais um custo operacional do banco. O problema crucial colocado pela contração do crédito é que, como vamos analisar pormenorizadamente nos capítulos seguintes, o próprio processo de expansão de crédito baseado na reserva fracionária leva inevitavelmente a que sejam concedidos empréstimos sem base de poupança voluntária, o que dá origem a um processo de descoordenação intertemporal, fruto da informação distorcida que o sistema bancário envia aos empresários que recebem créditos gerados do nada pelo próprio sistema. Desta forma, *os empresários começam a realizar projetos de investimento como se a poupança real tivesse aumentado, quando, na verdade, isso não aconteceu. Inicia-se assim um boom ou expansão econômica artificial que, por intermédio de processos que vamos analisar mais adiante, dá inexoravelmente lugar a um reajuste em forma de crise e recessão econômica*. Estes são, resumidamente, os efeitos negativos que tem sobre a economia real o fenômeno de expansão de crédito efetuada via emissão de meios fiduciários (depósitos).

A crise e a recessão econômica demonstram que um número significativo dos projetos de investimento financiados pelos créditos criados pelo sistema bancário *não são rentáveis*, uma vez que não correspondem aos verdadeiros desejos dos consumidores. Dá-se assim a falência e o desaparecimento de muitos processos de investimento, o que acaba por afetar profundamente o sistema bancário. Esta influência negativa sobre o sistema bancário é evidenciada pela devolução generalizada de empréstimos por muitos empresários que, desmoralizados perante as perdas, liquidam os projetos de investimento empreendidos erroneamente (com os efeitos de contração de crédito e deflação já analisados); bem como por um aumento atípico da inadimplência nos empréstimos (como os efeitos já referidos sobre a solvência dos bancos). Tudo isto leva a que, da mesma forma que a oferta monetária foi expandida pelo multiplicador bancário, a expansão econômica artificial decorrente da criação *ex nihilo* de créditos acabe por dar lugar a uma inevitável contração endógena que, na forma de devolução generalizada de empréstimos e aumento de devedores em mora, faz com que a oferta monetária tenda a diminuir consideravelmente. Assim, *o sistema bancário com reserva fracionária gera uma oferta bancária extremamente elástica, que com a mesma facilidade com que é "esticada", logo é forçada a "encolher", provocando os correspondentes efeitos sobre a atividade econômica, que se vê recorrentemente sacudida por fases sucessivas de auge e recessão*. Esta atividade econômica "maníaco-depressiva", com os profundos e dolorosos custos sociais que acarreta, é indubitavelmente a mais grave e prejudicial consequência que o sistema bancário com

base em um coeficiente de reserva fracionária constituído, ao violar os princípios tradicionais do Direito, tem sobre a sociedade.

Em suma, as dificuldades econômicas dos clientes dos bancos que, como veremos, são, em última instância, uma das consequências inexoráveis de toda a expansão de crédito, fazem com que um volume considerável de créditos seja incobrável, o que agrava e aprofunda ainda mais o processo de contração de crédito (o inverso da expansão) que estamos a analisar. De fato, poderá até chegar, como vimos no nosso exemplo, à falência total do próprio banco, o que fará com que as notas que tiver emitido ou os depósitos que tiver gerado (que, como sabemos, têm natureza econômica idêntica) *percam integralmente o valor*, agravando ainda mais a contração monetária (em vez dos nove milhões de u.m. de diminuição da oferta monetária no caso do empréstimo devolvido, a oferta monetária diminuiria integralmente em dez milhões de u.m., ou seja, incluindo o milhão de depósitos que ficavam no banco). Além disso, basta que um banco tenha problemas de solvência para que o temor se estenda para os clientes dos *demais bancos*, o que levará a um processo em cadeia de suspensão de pagamentos com consequências econômicas e financeiras trágicas.

Ademais, mesmo que o público mantenha a confiança nos bancos (apesar da situação de insolvência) ou mesmo que um banco central criado *ad hoc* para fazer frente a situações desse tipo conceda toda a liquidez necessária para que todos os depositantes considerem o depósitos perfeitamente assegurados, a inadimplência ou a impossibilidade de cobrar os empréstimos dispara um processo de contração de crédito que é desencadeado espontaneamente quando estes são devolvidos e não podem ser substituídos ao mesmo ritmo por outros empréstimos. Este fenômeno, típico das fases de recessão, acontece porque a inadimplência faz com que os bancos se tornem mais cautelosos na concessão de empréstimos, pelo que a natural relutância do público desmoralizado para pedir empréstimos é reforçada pela maior prudência e rigor dos bancos para concedê-los. Além disso, à medida que virem a rentabilidade e o valor dos ativos diminuir, como consequência dos créditos incobráveis, os bancos procurarão ser mais prudentes e aumentar os saldos de tesouraria para aumentar o respectivo coeficiente de caixa, o que terá um efeito contrativo ainda maior. Por último, os fracassos empresariais e a frustração decorrente da impossibilidade de cumprir compromissos assumidos com os bancos aumentará ainda mais a *desmoralização* dos agentes econômicos e a determinação para evitar empreender novos projetos de investimento financiados com créditos bancários. Acrescente-se que muitas empresas acabam por notar que se deixaram levar por um otimismo injustificado nas fases de expansão, *em grande parte devido às excessivas*

facilidades de crédito inicialmente concedidas pelos banqueiros, e, com razão, atribuem essas facilidades ao fato de, por erro, terem entrado em muitos projetos de investimento que não eram viáveis.[43] Resolvem, por isso, não cometer os mesmos erros no futuro (se a resolução é ou não duradoura e se os empresários se lembrarão, no futuro, das experiências negativas da fase de recessão é um problema diferente, que analisaremos noutro lugar).

De qualquer forma, vimos que, a mesma facilidade com que o crédito e a oferta monetária são expandidos, o sistema bancário baseado em reserva fracionária pode se contrair e reduzir muito significativamente a oferta monetária. Ou seja, há a criação de um sistema elástico e extremamente frágil, sujeito à possibilidade de grandes convulsões, muito difíceis, senão impossíveis, de suavizar ou eliminar. Tal sistema monetário e bancário contrasta com sistemas monetários rígidos (por exemplo, o do padrão-ouro clássico com um sistema bancário com um coeficiente de caixa de 100%), que não permitem expansões desproporcionadas da oferta monetária (a produção mundial de ouro tem vindo a crescer nos últimos séculos a um ritmo de 1 a 2% ao ano) e possuem ainda a vantagem de, por serem *rígidos* (o ouro é indestrutível e o estoque mundial historicamente acumulado muito inflexível), não permitirem qualquer tipo de diminuição brusca, nem, portanto, contrações de crédito ou monetárias que afetem negativamente a economia, em contraste com o que sucede atualmente devido ao sistema bancário vigente.[44]

[43] Este grave prejuízo provocado pelo banqueiros aos clientes que incentivam a "desfrutar" de novos empréstimos e a se envolverem em negócios que exijam financiamento bancário deveria, teoricamente, poder ser alegado em processos judiciais em que fosse exigida dos bancos a correspondente indenização pelos danos e prejuízos provocados, dessa forma, aos seus tomadores. Até agora estes processos não foram interpostos uma vez que a teoria econômica não permitia identificar claramente a origem e natureza dos danos causados. No entanto, atualmente, o avanço teórico já permite a utilização prática nos tribunais, de forma muito parecida à utilização dos avanços da biologia para facilitar declarações judiciais de paternidade que há poucos anos não eram possíveis

[44] No último capítulo deste livro analisaremos pormenorizadamente as vantagens comparativas do padrão-ouro clássico baseado em um sistema bancário submetido ao Direito, ou seja, com um coeficiente de caixa de 100%.

Capítulo 5

Efeitos da Expansão de Crédito Bancário Sobre o Sistema Econômico

No capítulo anterior, explicamos a forma como o contrato bancário de depósito monetário com reserva fracionária leva à criação de moeda nova (depósitos) e à sua injeção no sistema econômico na forma de concessão de novos créditos não cobertos por um aumento natural da poupança voluntária. Neste capítulo, veremos quais os efeitos da concessão de novos créditos sem cobertura de poupança voluntária por parte do sistema bancário (expansão de crédito) sobre o sistema econômico. Analisaremos as distorções causadas pelo processo de expansão: erros de investimento, contrações de crédito, crises bancárias e, finalmente, desemprego e recessões econômicas. Porém, antes disso, será necessário estudar pormenorizadamente a teoria do capital e da estrutura produtiva em uma economia real, uma vez que a compreensão clara de ambas é essencial para o entendimento dos processos espontâneos desencadeados no mercado como reação à concessão bancária de créditos que não decorram de um aumento prévio da poupança voluntária. A presente análise demonstrará que a figura jurídica que temos estudado (o contrato de depósito bancário de moeda com reserva fracionária) dá origem a graves prejuízos para um elevado número de agentes econômicos (e, em geral, para toda a sociedade), visto ser o principal responsável pela aparição recorrente de recessões econômicas. Além disso, mostraremos que, ao provocar crises bancárias e econômicas, a expansão de crédito torna a "Lei dos Grandes Números" inaplicável na sistema bancário, fazendo com que seja tecnicamente impossível assegurar as operações, o que é muito importante diante o inevitável surgimento do banco central como emprestador de última instância. Analisaremos detidamente tal questão em um capítulo mais adiante, e por enquanto, vamos começar por explicar os processos que surgem espontaneamente no sistema econômico quando a concessão de créditos novos tem origem em um aumento voluntário da poupança real da sociedade, para depois, por contraste e em comparação, percebermos o que acontece quando os créditos são criados do nada pelo sistema bancário via o processo de expansão de crédito.

1
Fundamentos da teoria do capital

Nesta seção vamos definir os princípios essenciais da teoria do capital necessários para compreender os efeitos da expansão de crédito sobre o sistema econômico.[1] Começaremos por dar atenção à concepção subjetivista da ação humana entendida como um conjunto de etapas produtivas dirigidas à consecução de um fim.

A ação humana como um conjunto de etapas subjetivas

Para começar, pode definir-se a *ação humana*[2] como qualquer comportamento ou conduta deliberada. O homem age para alcançar determinados *fins* que crê importantes para si mesmo. Chama-se *valor* à apreciação subjetiva, mais ou menos intensa, que o ator dá à tal finalidade e *meio* é tudo aquilo que o ator considera subjetivamente adequado para a alcançar. *Utilidade* é a *apreciação* subjetiva que o ator dá ao meio, em função do valor do fim que pensa que aquele meio permitirá alcançar. Os meios devem, por definição, ser escassos, uma vez que se o ator não os considerasse escassos para os fins que pretende atingir, nem sequer os teria em conta na hora de atuar. Fins e meios não são "dados", mas, antes, o resultado da atividade empresarial essencial do ser humano, que consiste em criar, descobrir ou, simplesmente, perceber quais são os fins e meios relevantes para o ator em cada circunstância de sua vida. Quando o ator acredita ter descoberto os fins que valem a pena, começa a ter uma ideia dos meios que se encontram ao seu alcance que o ajudam a alcançá-los. Incorpora-os, quase sempre de forma tácita, em um plano de atuação, que decide empreender como resultado de um *ato de vontade*.

O *plano* é, portanto, a representação mental, perspectivada pelo ator, das diferentes *etapas*, elementos e possíveis circunstâncias que podem estar relacionadas com a própria ação. O *plano* é uma avalia-

---

[1] A teoria do capital que vamos apresentar é a chave para entender a forma como a expansão de crédito do sistema bancário distorce a estrutura produtiva real da economia. De fato, geralmente os críticos da teoria austríaca ou dos ciclos econômicos que apresentamos neste capítulo erram por não terem em conta a teoria do capital. É o que acontece com, por exemplo, Hans-Michael Trautwein e os dois trabalhos: "Money, Equilibrium, and the Business Cycle: Hayek's Wicksellian Dichotomy", *History of Political Economy*, vol. 28, n.º 1, Primavera de 1996, pp. 27-55, e "Hayek's Double Failure in Business Cycle Theory: A Note", cap. 4 de *Money and Business Cycles*: *The Economics of F.A. Hayek*, M. Colonna e H. Hagemann (eds.), Edward Elgar, Aldershot 1994, vol. I, pp. 74-81.

[2] Sobre os conceitos de ação humana, plano de atuação, a concepção subjetiva do tempo e a ação entendida como um conjunto de etapas sucessivas, pode consultar-se Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., pp. 43 e ss.

ção pessoal da informação prática que o ator possui e que vai sendo descoberto dentro do contexto de cada ação. Além disso, podemos afirmar que toda a ação encerra um processo contínuo de planificação individual ou pessoal pela qual o ator está continuamente concebendo, revendo e modificando os planos, à medida que descobre e cria informação subjetiva nova no que respeita aos fins que se propõe atingir e aos meios que acredita estarem ao seu alcance para tal.[3]

Toda a ação humana é dirigida à obtenção de um fim, ou bem de consumo, que podemos definir como um bem que direta e subjetivamente satisfaça as necessidades do ator humano. Tradicionalmente, chamamos *bens econômicos de primeira ordem* a estes bens de consumo que, no contexto subjetivo e específico de cada ação, constituem o fim que o ator pretende alcançar.[4] A consecução desses fins, bens de consumo ou bens econômicos de primeira ordem, envolve uma série de *etapas intermediárias* anteriores, a que podemos chamar "bens econômicos de ordem superior" (segundo, terceiro, quarto e assim sucessivamente). Quanto mais alta for a ordem de cada etapa, mais longe estará do bem final de consumo.

Além disso, a ação humana sempre se desenvolve no *tempo*, entendido não no sentido determinista ou newtoniano (ou seja, meramente físico ou analógico), mas na sua concepção subjetiva, isto é, tal como o tempo é subjetivamente sentido e experimentado pelo ator dentro do contexto de sua ação. De acordo com essa concepção subjetivista do tempo, o ator sente e experimenta a passagem do tempo precisamente à medida que atua, ou seja, à medida que percebe novos fins e meios, concebe planos de atuação e culmina nas diferentes etapas que constituem cada ação.

Quando age, o ser humano faz, na mente, uma espécie de fusão entre as memórias que guarda de experiências do passado e a projeção simultânea e criativa de imagens mentais e expectativas referentes às

---

[3] O desenvolvimento de uma Ciência Econômica sempre baseada no ser humano entendido como ator criativo e protagonista de todos os processos e eventos sociais (*concepção subjetivista*) é, indubitavelmente, a contribuição mais importante e definidora da Escola Austríaca de Economia, fundada por Carl Menger. De fato, Menger considerou imprescindível abandonar o objetivismo estéril da escola clássica anglo-saxônica, obcecada pela suposta existência de entes externos de caráter objetivo (*classes* sociais, agregados, fatores *materiais* de produção, etc.), defendendo que o cientista de Economia devia sempre se pôr na perspetiva subjetivista do ser humano que atua, sendo que essa perspetiva influi determinante e inevitavelmente na forma de elaboração de todas as teorias econômicas, quer seja no conteúdo científico quer seja nas conclusões e resultados práticos. Sobre o tema, ver Jesús Huerta de Soto, "Génesis, esencia y evolución de la Escuela Austriaca de Economía", em *Estudios de economía política*, ob. cit., cap. I, pp. 17-55.

[4] Esta classificação e terminologia é originalmente de Carl Menger, cuja teoria sobre os bens econômicos de ordem distinta é umas das mais importantes consequências lógicas da concepção subjetivista da Economia. Carl Menger, *Grundsatze der Volkswirthschaftslehre*, ed. Wilhelm Braumuller, Viena 1871. A expressão utilizada por Menger para referir-se aos bens de consumo ou de primeira ordem é "Güter der ersten Ordnung" (p. 8 da edição original alemã).

diferentes etapas que constituem o processo de ação que desenvolverá no futuro. Este futuro nunca se encontra determinado *a priori*, antes, vai sendo imaginado, criado e construído passo a passo pelo ator. Por isso, o futuro é sempre incerto, no sentido em que ainda está por construir, sendo que o ator não tem mais do que ideias, imagens ou expectativas sobre ele, que espera tornar realidade por intermédio da finalização das etapas que imaginou e que constituirão o processo de ação pessoal. Além disso, o futuro está aberto a todas as possibilidades criativas do homem e o ator pode modificar, em qualquer ocasião, os fins que persegue ou criar, reordenar e rever as etapas dos processos de ação em que está envolvido.

Assim, o tempo é uma categoria da Ciência Econômica inseparável do conceito de ação humana. Não é possível conceber uma ação que não seja efetuada no tempo ou que não dure tempo. Da mesma forma, o ator pressente o decorrer do tempo à medida que atua e termina as diferentes etapas do processo de ação. A ação humana, que é sempre dirigida à obtenção de um objetivo ou ao fim de um mal-estar, dura sempre tempo, no sentido em que exige a realização e a culminação de um conjunto de etapas sucessivas. Podemos, pois, concluir que aquilo que separa o ator da consecução de um fim é um período de tempo, entendido como o conjunto sucessivo de etapas que constituem o processo de ação.[5]

Pode ser dito que, do ponto de vista prospectivo e subjetivo do ator, existe a tendência de quanto maior o tempo exigido por uma ação (ou seja, o número e complexidade de etapas sucessivas que a constituem), mais elevado se tornará o resultado ou objetivo da ação. Este valor subjetivo mais elevado das ações, pode ser obtido de duas formas, conforme incluam uma série mais ou menos numerosa e complexa[6] de etapas que exijam um período de mais prolongado: fazendo com que seja possível que o ator obtenha resultados que tenham, para ele, um valor mais alto e que não poderiam ser alcançadas com ações humanas de duração mais curta, ou permitindo a obtenção de um número de resultados maior do que aquele que seria possível por meio

---

[5] Sobre a concepção subjetiva, experimental e dinâmica do tempo como a única aplicável à ação humana na Ciência Econômica, consultar o cap. IV da obra de Gerald P. O'Driscoll e Mario J. Rizzo, *The Economics of Time and Ignorance*, Basil Blackwell, Oxford 1985, pp. 52-70.

[6] Como referiu corretamente Ludwig M. Lachmann, o desenvolvimento econômico encerra não só um aumento do número de etapas produtivas, mas também um aumento na complexidade de cada uma delas e, portanto, uma mudança na sua composição. Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, Sheed, Andrews & McMeel, Kansas City 1978, p. 83. Ver, ainda, Peter Lewin, "Capital in Disequilibrium: A ReexaminAction of the Capital Theory of Ludwig M. Lachmann", *History of Political Economy*, vol. 29, n.º 3, Outono de 1997, pp. 523-548; e Roger W. Garrison, *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure, Routledge*, Londres e Nova York 2001, pp. 25-26.

de processos menos duradouros. É fácil entender este princípio econômico segundo o qual os processos de ação humana tendem a alcançar fins de maior valor se tiverem uma duração mais longa. Na verdade, se assim não fosse, ou seja, se os resultados das ações que duram mais tempo não fossem mais valorizados, o ator não as empreenderia e optaria por ações mais curtas. Ou seja, o que separa um ator de um fim que pretende alcançar é precisamente uma determinado período de tempo (entendido como o conjunto de etapas no seu processo de ação). Assim, é evidente que o ser humano, em circunstâncias idênticas, procurará sempre atingir os seus fins o mais cedo possível, e só estará disponível a adiar a consecução dos mesmos se subjetivamente considerar que dessa forma alcançará fins de maior valor.[7]

Quase sem notar, introduzimos no parágrafo anterior a categoria lógica da *preferência temporal*, que estabelece que, *ceteris paribus*, o ator prefere satisfazer as próprias necessidades ou atingir os objetivos o mais cedo possível. Ou, por outras palavras, que, em face de dois objetivos a que atribui valores idênticos, o ator preferirá sempre o que demorar menos tempo. Ou, de forma ainda mais breve, que, nas mesmas circunstâncias, os "bens presentes" são sempre preferíveis aos "bens futuros". Esta lei da preferência temporal não é senão outra forma de expressar o princípio essencial segundo o qual todo o ator, no processo da própria ação, pretende alcançar os fins o mais cedo possível, estando separado dos mesmos por uma série de etapas intermediárias que encerram um determinado período de tempo. A preferência temporal não é, portanto, uma categoria psicológica ou fisiológica, mas uma exigência da estrutura lógica da ação que se encontra na mente de todo o ser humano. Isto é, a ação humana é orientada para determinados objetivos e seleciona meios para os alcançar. O objetivo é aquilo que se pretende alcançar ou a meta de toda a ação e, na ação, o que separa o ator da meta é o tempo. Por isso, quanto mais perto da meta estiver o ator, mais próximo estará de alcançar os objetivos que, para ele, têm valor. A tendência descrita acima, de acordo com a qual os atores empreendem ações mais duradouras por esperarem atingir objetivos de maior valor, e a lei da preferência temporal que acabamos de enunciar, segundo a qual, em circunstâncias idênticas, se preferem sempre os

---

[7] Como refere, e bem, José Castañeda: *"Cuantos más medios auxiliares se introducen en el proceso de la producción, más largo se hace éste y, en general, se admite que resulta más produtiva. Claro es que pueden existir procesos más indiretos, esto es, más largos o con mayor rodeo, que no sean más produtivos, pero éstos no se toman en consideración, porque no se aplican, y la introdución de un proceso de mayor duración sólo se efetúa cuando eleva el rendimiento."* José Castañeda Chornet, *Lecciones de teoría económica*, Editorial Aguilar, Madrid 1972, p. 385. A tradução dessa passagem poderia ser: "Quanto mais meios auxiliares forem introduzidos no processo de produção, mais longo este se torna, em geral, admitidamente mais produtiva. É, no entanto, evidente, que podem existir processos mais indiretos, ou seja, mais longos e difíceis, que não sejam mais produtivos. Contudo, estes não são levados em conta porque não se aplicam, e a introdução de um processo de maior duração só é efetuada com eleva o rendimento."

bens mais próximos no tempo, não são mais do que formas distintas de expressar a mesma realidade.[8]

Assim, não é possível imaginar nenhuma ação humana a que não se aplique o princípio da preferência temporal. Um mundo sem preferência temporal seria absurdo e inconcebível: sugeriria que se preferisse sempre o futuro ao presente, adiando-se os objetivos sucessivamente, mesmo antes de serem alcançados, o que faria com que nunca se alcançasse qualquer fim, e com que a ação humana não fizesse sentido.[9]

Capital e bens de capital

Podemos chamar *bens de capital* às etapas intermediárias de cada processo de ação, subjetivamente consideradas como tal pelo ator. Ou, caso se prefira, bem de capital será cada uma das etapas intermediárias, subjetivamente considerada como tal, nas quais se concretiza ou materializa todo o processo produtivo empreendido pelo ator. A nossa definição de bens de capital se encontra, portanto, perfeitamente encaixada na concepção subjetivista da economia que apresentamos acima. A natureza econômica de um bem de capital não depende das propriedades físicas, mas sim do fato de haver algum ator que considere que o bem vai lhe ser útil para alcançar ou culminar alguma etapa do processo de ação. Assim, os bens de capital, tal como os definimos, não são mais do que etapas intermediárias pelas quais os ator acha necessário passar antes de alcançar o fim da própria ação. Os bens de capital devem

---

[8] A lei da preferência temporal pode remontar à São Tomás de Aquino, e foi já expressamente enunciada por um dos seus mais brilhantes discípulos, Giles Lessines, para quem: *"res futurae per tempora non sunt tantae existimActionis, sicut eadem colletae in instanti nec tantam utilitatem inferunt possidentibus, propter quod oportet quod sint minoris existimActionis secundum iustitiam"*, ou seja, "os bens futuros não são tão valorizados como os mesmos bens disponíveis em um momento imediato do tempo, nem têm a mesma utilidade para os proprietários, pelo que deve se considerar que têm um valor mais reduzido de acordo com a justiça" (Aegidius Lessines, *De usuris in communi et de usurarum contratibus*, opusculum LXVI, 1285, p. 426; citado por Bernard W. Dempsey, *Interest and Usury*, American Council of Public Affairs, Washington DC 1943, nota 31 da p. 214). Esta ideia foi posteriormente apresentada por São Bernardino de Siena, Conrad Summenhart e Martín Azpilcueta em 1431, 1499 e 1556, respetivamente (ver Murray N. Rothbard, *An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, vol. I, *Economic Thought before Adam Smith*, ob. cit., pp. 85, 92, 106-107 e 399-400.). Mais tarde, Turgot, Rae, Böhm-Bawerk, Jevons, Wicksell, Fisher e, sobretudo, Frank Albert Fetter e Ludwig von Mises desenvolveram as suas sugestões no âmbito da teoria econômica.

[9] Em um mundo sem preferência temporal nunca nada seria consumido, tudo seria poupado e, assim, o ser humano morreria de fome e a civilização desapareceria. As "exceções" à lei da preferência temporal são apenas aparentes e, em todos os casos, resultam da não consideração da condicionante *ceteris paribus* inerente à mesma. Desta forma, basta apenas um exame detalhado do pretenso "contra-exemplo" em questão para nos apercebermos de que não existe absoluta igualdade de circunstâncias nos casos propostos de preferência temporal. É o que acontece, por exemplo, com os bens que não podem ser desfrutados simultaneamente ou com os que, mesmo existindo um paralelismo aparente quanto à sua presença física, não são iguais do ponto de vista subjetivo do ator (como é o caso do sorvete que preferimos consumir no verão em vez de em um inverno mais próximo). Sobre a teoria da preferência temporal, consultar Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 483–90.

ser concebidos em um contexto *teleológico*, no qual o fim perseguido e a perspectiva subjetiva do ator em relação às etapas necessárias para alcançá-lo são os elementos definidores essenciais.[10]

Assim, os bens de capital são os "bens econômicos de ordem superior" ou fatores de produção que se consubstanciam subjetivamente em cada uma das etapas intermediárias de um processo concreto de ação. Além disso, os bens de capital aparecem como a conjunção de três elementos essenciais: recursos naturais, trabalho e tempo, todos eles combinados ao longo de um processo de ação empresarial criado e empreendido pelo ser humano.[11]

A condição *sine qua non* para produzir bens de capital é a *poupança*, entendida como a renúncia ao consumo imediato. De fato, o ator só poderá alcançar uma sucessão de etapas intermediárias de um processo de ação cada vez mais distante no tempo se, antes, tiver renunciado a ações que dessem ensejo a um resultado mais próximo no tempo, ou seja, se tiver renunciado à consecução de fins que satisfazem necessidades humanas imediatas e que são imediatos eles próprios (consumo). Para ilustrar esse importante aspecto, vamos começar por explicar, usando um exemplo de Böhm-Bawerk, o processo de poupança e investimento em bens de capital realizado isoladamente por um ator individual, por exemplo, Robinson Crusoé em sua ilha.[12]

---

[10] "*The principal point to be emphasized is that capital goods, thus defined, are distinguished in that they fall neatly into place in a* teleological *framework. They are the interim goals aimed at in earlier plans; they are the means toward the attainment of still further ends envisaged by the earlier plans. It is here maintained that the perception of this aspet of tangible things now available provides the key to the unravelling of the problems generally attempted to be elucidated by capital theory.*" Israel M. Kirzner, *An Essay on Capital*, Augustus M. Kelley, Nova York 1966, p. 38; em Israel M. Kirzner, *Essays on Capital and Interest: An Austrian Perspetive*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1996, pp. 13-122.

[11] Isto explica que tradicionalmente se tenha afirmado que existem três fatores de produção: os recursos naturais, o fator trabalho e os bens de capital ou bens econômicos de ordem superior. Estes fatores são criados empresarialmente e combinados pelo ator em cada processo de ação ou produção que, à medida que é terminada dá origem a quatro tipo diferentes de rendimentos no mercado: os lucros empresariais puros, resultado da criatividade e perspicácia empresarial do ator; rendimento dos recursos naturais, em função da capacidade de produção dos mesmos; os rendimentos do fator trabalho ou salários; e, por fim, o rendimento derivado serviços dos bens de capital. Embora em última instância sejam combinações de recursos naturais e trabalho, todos os bens de capital incluem também, além do necessário engenho empresarial para os conceber e gerar, o fator tempo necessário para os levar a efeito. Por fim, realce-se que, economicamente, no que diz respeito à sua materialização, bens de capital e recursos naturais não podem ser diferenciados. Só um critério puramente econômico, como o da permanência inalterada do bem face à consecução de fins sem necessidade de exigir nenhum tipo de atuação por parte do ator, permite distinguir perfeitamente o *fator terra* (ou recurso da natureza), que é sempre permanente, dos bens de capital que, em sentido estrito, não são permanentes e que se gastam e consomem ao longo do processo produtivo, tornando necessário fazer frente ao seu processo de depreciação. Por isso, Hayek afirmou que, apesar das aparências, "*permanent improvements in land is land*". F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital* (1941), Routledge & Kegan Paul, Londres 1976, p. 57. Ver ainda a p. 238 e a nota 30.

[12] Este é o exemplo clássico de Eugen von Böhm-Bawerk, *Kapital und Kapitalzins*: *Positive Theorie des Kapitales*, Verlag der Wagner'schen Universitäts-Buchhandlung, Innsbruck 1889, pp. 107-135. Este se-

Vamos supor que Robinson Crusoé tenha acabado de chegar à sua ilha e que, como único meio de subsistência coleta amoras diretamente dos arbustos com a mão. Diariamente, dedica todo o empenho à colheita das amoras, recolhendo frutos em quantidade suficiente para subsistir e até comer um pouco mais do que a quantidade estritamente necessária. Após várias semanas nesse regime, Robinson Crusoé descobre, de modo empreendedor, que se usar uma vara de madeira de vários metros de comprimento, pode chegar mais alto e mais longe, bater nos arbustos com força e conseguir as amoras de que precisa com mais rapidez. O único problema é que estima que levará cinco dias completos para encontrar a árvore da qual possa tirar a vara e prepará-la, tirando-lhe os ramos, as folhas e as imperfeições; período em que terá necessariamente de interromper a coleta de amoras. Assim, caso queira fazer a vara, precisa reduzir o consumo de amoras durante uma série de dias e guardar o remanescente em uma cesta, até ter o suficiente em amoras para poder subsistir durante os cinco dias que prevê que irá durar o processo de produção da vara de madeira. Depois de planejar a ação, Robinson Crusoé decide empreendê-la, pelo que, antes, deverá, portanto, *poupar* uma parte da amoras que colhe à mão todos os dias, reduzindo o próprio consumo nessa quantidade. Evidentemente, isso supõe um inevitável *sacrifício*, que ele considera ser deveras compensador, tendo em conta a ansiada meta que pretende atingir. Desta forma, decide reduzir o consumo (ou seja, poupar) durante algumas semanas e acumular amoras de sobra em uma cesta até alcançar a quantidade que estima ser suficiente para o sustentar enquanto produz a vara.

Este exemplo mostra que todo o processo de investimento em bens de capital exige uma poupança anterior, ou seja, a redução do consumo para níveis inferiores ao nível potencial.[13] Assim que tiver poupado amoras suficientes, Robinson, dedicará cinco dias a procurar o ramo do qual fará a vara de madeira, a arrancá-lo e a aperfeiçoá-

---

gundo volume da obra de Böhm-Bawerk foi publicado em espanhol por Ediciones Aosta em 1998. Em inglês, existe a tradução de Hans F. Sennholz intitulada de *Capital and Interest: Positive Theory of Capital*, Libertarian Press, South Holland, Illinois, 1959, pp. 102-118.

[13] Deve ficar entendido que toda a poupança se materializa sempre em bens de capital, embora, inicialmente, estes sejam constituídos por bens de consumo (no nosso exemplo as "amoras") que ficam por vender (ou consumir). Depois, gradualmente, os bens de capital (as amoras) são substituídos por outros (a vara de madeira), à medida que os trabalhadores (Robinson Crusoé) misturam o trabalho com os recursos naturais por intermédio de um processo que envolve tempo e que os seres humanos podem suportar graças ao sustento proporcionado pelos bens de consumo não vendidos (as amoras poupadas). Assim, a poupança começa por se materializar em um bem de capital (os bens de consumo não vendidos que se mantêm em estoque), que é gasto de forma gradual e substituído por outro bem de capital (a vara de madeira). Richard von Strigl, *Capital and Production*, Mises Institute, Auburn, Alabama, 2000, pp. 27 e 62.

-lo. Como se alimentará durante os cinco dias que dura o processo de elaboração da vara que o força a manter-se distante da colheita diária de amoras? Comerá com moderação as amoras necessárias à sua manutenção, que tinha acumulado no cesto durante as semanas anteriores, passando um pouco de fome. Desta forma, se os cálculos de Crusoé estiverem corretos, decorridos os cinco dias terá uma vara à sua disposição (bem de capital), que representa uma etapa intermediária mais afastada no tempo (em cinco dias de poupança) dos processos de produção imediata de amoras usados até então por Robinson Crusoé. Depois de a vara estar construída, Robinson Crusoé poderá alcançar lugares que eram inacessíveis à mão e bater nos arbustos com força, multiplicando assim por dez a produção de amoras, o que lhe permitirá colher as amoras necessárias para sua manutenção em um décimo do dia. Assim, poderá dedicar o resto do tempo ao ócio ou à consecução de fins ulteriores que têm muito mais valor para ele (como construir uma cabana ou pensar em caçar animais para variar a alimentação e se vestir).

O processo de produção deste exemplo de Robinson Crusoé, como qualquer outro, é o resultado de um ato empresarial por meio do qual o ator nota que obtém benefícios, ou seja, que alcança fins de mais valor para si, empreendendo processos de ação que exigem um período de tempo mais longo (que incluem um número superior de etapas). Assim, os processos de ação ou produção dão origem a bens de capital, que não são mais do que os bens econômicos intermédiários em um processo de ação cujo fim ainda não foi alcançado. O ator só estará disposto a sacrificar o consumo imediato (ou seja, a poupar) se considerar que dessa forma conseguirá atingir fins de valor superior (neste caso, uma produção dez vezes superior de amoras do que a que conseguiria se as colhesse à mão). Além disso, *Robinson Crusoé deve tentar coordenar tão bem quanto possível o seu comportamento presente em relação ao previsível comportamento futuro.* Assim, concretamente, deve evitar empreender processos de ação excessivamente longos tendo em conta as poupanças, uma vez que seria trágico que a meio do processo de elaboração de um bem de capital ficasse sem amoras (ou seja, consumisse o que tinha poupado) sem ter alcançado o fim a que se tinha proposto. Deverá também evitar poupar em excesso tendo em conta as necessidades de investimento que terá mais tarde, uma vez que dessa forma estaria sacrificando desnecessariamente o consumo imediato. É precisamente a estimativa subjetiva da preferência temporal o que permite a Robinson Crusoé poder coordenar ou ajustar adequadamente o comportamento presente em relação às necessidades e comportamentos futuros. O fato de a preferência temporal não ser absoluta lhe permite sacrificar parte do consumo durante algumas semanas com a esperança de ter a possi-

bilidade de produzir a vara. O fato de a sua preferência temporal não ser nula, explica que só dedique o esforço a um bem de capital que pode conseguir em um período de tempo limitado e graças a um sacrifício e a uma poupança durante um número *não muito elevado* de dias. Caso sua preferência temporal fosse nula, nada evitaria que Robinson Crusoé dedicasse todo o esforço para construir uma cabana (o que, por exemplo, lhe levaria no mínimo um mês), o que não poderia fazer sem antes ter poupado um grande número de amoras, posto que morreria de fome ou o projeto, totalmente desproporcionado em relação à poupança que seria capaz de fazer, teria de ser imediatamente interrompido, e não poderia ser terminado. De qualquer maneira, é importante que se compreenda que os recursos reais poupados (as amoras na cesta) são o que permite a Robinson Crusoé subsistir durante o período de tempo em que se dedica a elaborar o bem de capital e se mantém distante da colheita direta de amoras. E, não há dúvida de que Robinson Crusoé com a vara de madeira é muito mais produtivo na colheita de amoras do que se tivesse de as apanhar com as mãos, também ninguém duvida que o processo de produção das amoras com a utilização da vara é claramente mais prolongado em termos de tempo (inclui um número superior de etapas) do que o processo produtivo de colher amoras à mão. Os processos produtivos tendem a ser mais longos e duradouros (ou seja, a ser mais complexos e a incluir um número maior de etapas) como resultado da poupança e da atividade empresarial do ser humano. E quanto mais longos e duradouros se tornarem, mais produtivos tendem a ser.

Em uma economia moderna, em que existem muitos agentes econômicos que desenvolvem diferentes funções simultaneamente, denominaremos *capitalista* o agente econômico cuja função consiste, precisamente, em poupar, ou seja, em consumir menos do que aquilo que cria ou produz, colocando ao dispor dos trabalhadores os recursos que necessitam para subsistir enquanto durar o processo produtivo que participarem (tal como Robinson Crusoé, que atuou como capitalista ao poupar amoras que lhe permitiram, mais tarde, se manter *enquanto* produzia a vara de madeira). Assim, ao poupar, o capitalista liberta recursos (bens de consumo) que podem ser usados para sustentar os trabalhadores que se dedicam às etapas produtivas mais distantes do consumo final, ou seja, à produção de bens de capital.

Ao contrário do que acontecia com Robinson Crusoé, a estrutura dos processos produtivos de uma economia moderna é extremamente complexa, e, em termos de tempo, muito prolongada. É constituída por uma multiplicidade de etapas, todas elas inter-relacionadas e divididas em múltiplos subprocessos que se desenvolvem nos inúmeros projetos de ação que são continuamente empreendidos pelos seres humanos.

Assim, por exemplo, pode considerar-se que o processo de produção de um automóvel é constituído por centenas, ou até milhares, de etapas produtivas que exigem um período de tempo muito prolongado (até de muitos anos), desde o momento em que se inicia o desenho do veículo (etapa mais distante do consumo final), passando pelas encomendas dos materiais necessários aos fornecedores, as diferentes linhas de montagem, as encomendas das diferentes peças do motor e de todos os acessórios, e assim sucessivamente, até chegar às etapas mais próximas do consumo, como podem ser as do transporte e distribuição para os concessionários, o desenvolvimento de campanhas de publicidade e a exposição e venda ao público. Desta forma, no entanto, quando visitamos a fábrica, e vemos um veículo a sair por minuto, não devemos nos iludir pensando que o processo de produção de cada automóvel dura um minuto. Pelo contrário, devemos estar cientes de que cada automóvel exigiu um processo de produção de vários anos, com um conjunto de várias etapas sucessivas, desde a concepção do modelo até à entrega ao orgulhoso proprietário como um bem de consumo. Por outro lado, há, nas sociedades modernas, uma tendência para que os seres humanos se especializem em diferentes etapas do processo produtivo. E existe uma divisão do trabalho cada vez maior (ou melhor, do conhecimento) tanto do ponto de vista horizontal como do vertical, que dá origem a constante divisão e subdivisão das etapas do processo de produção à medida que o conhecimento se alarga e aprofunda. Em cada uma dessas etapas empresas e agentes econômicos concretos tendem a se especializar. Além disso, o processo pode ser analisado não só diacronicamente, mas também sincronicamente. Em qualquer altura, cada uma das etapas convive com as restantes e, por isso, existem pessoas que se dedicam a projetar veículos (os que estarão disponíveis para o público no prazo de dez anos), e outras que, ao mesmo tempo, se dedicam a encomendar materiais aos fornecedores, outras à cadeia de montagem e outras, enfim, também ao mesmo tempo, já muito próximo do consumo final, ao campo comercial, promovendo a venda dos veículos já produzidos.[14]

Assim, é claro que, tal como a diferença entre o "rico" Robinson Crusoé com a vara e o Robinson Crusoé "pobre" sem tal ferramenta radicava no primeiro dispor de um bem de capital que tinha con-

[14] Na sua obra *The Structure of Production* (New York University Press, Londres e Nova York 1990), Mark Skousen reproduz um esquema simplificado das etapas do processo produtivo da indústria têxtil e do setor de petróleos dos Estados Unidos da América (pp. 168-169), ilustrando detalhadamente a complexidade, o grande número de etapas e a muito longa duração de ambos os processos produtivos. Uma descrição simplificada deste tipo de organogramas pode ser efetuada para qualquer outro setor ou indústria. Skousen usa os organogramas das indústrias mencionadas no livro de Alderfer, E.B. e Michel, H.E., *Economics of American Industry*, McGraw-Hill, Nova York, 3.ª edição 1957.

seguido obter por meio de uma poupança prévia, a diferença essencial entre as sociedades ricas e as sociedades pobres não advém de as primeiras dedicarem mais esforço ao trabalho, nem tampouco de disporem de maiores conhecimentos tecnológicos, mas sim, basicamente, do fato de *as nações ricas possuírem uma rede maior de bens de capital empresarialmente bem investidos, em forma de máquinas, ferramentas, computadores, edifícios, produtos semi-fabricados, etc., que se tornou possível graças à poupança prévia dos cidadãos*. Ou, dito de outra forma, do fato de as sociedades comparativamente mais ricas o serem por terem mais tempo acumulado na forma de bens de capital, o que lhes permite estar temporalmente mais próximas da consecução de fins de um valor muito superior. Não há dúvida de que um trabalhador norte-americano ganha um salário muito superior ao de um trabalhador indiano, mas isso acontece basicamente porque o primeiro tem à sua disposição e utiliza um número e qualidade muito maior de bens de capital (tratores, computadores, máquinas, etc.) do que o segundo. Ou, por outras palavras, quanto mais longos são os processos produtivos, mais produtivos tendem a se constituir, como vimos. O trator moderno é muito mais produtivo do que o arado. No entanto, o trator é um bem de capital cuja produção exige um conjunto de etapas muito mais numeroso, complexo e prolongado do que o exigido pela produção de um arado romano.

Os bens de capital da complexíssima rede que constitui a estrutura produtiva real de uma economia moderna não são perpétuos, mas sempre transitórios, no sentido de que se gastam ou consomem fisicamente ao longo do processo produtivo ou se tornam obsoletos. Ou seja, o gasto de equipamento não é apenas físico, mas também tecnológico e econômico (obsolescência). Por isso, é preciso conservar ou manter os bens de capital (no caso de Robinson Crusoé, manter a sua vara e protegê-la do desgaste). Assim, é necessário reparar os bens de capital existentes e, o que é ainda mais importante, ir produzindo constantemente novos bens de capital que sejam capazes de substituir os antigos que forem sendo consumidos. Chama-se *depreciação* ao desgaste a que são submetidos os bens de capital no processo produtivo, de forma que é necessário um volume mínimo de poupança para poder fazer frente ao processo, produzindo os bens necessários para substituir os já amortizados ou gastos. Só dessa forma pode se manter intacta a capacidade produtiva do ator. E caso deseje aumentar ainda mais o número de etapas, alargar os processos e torná-los mais produtivos, será preciso acumular poupança *em um valor superior até ao mínimo necessário para fazer frente à quota de amortização estrita*, expressão contabilística da depreciação de bens de capital. A poupança só será possível ao diminuir o consumo em relação à produção efetuada, o que significa, para uma

produção constante, a diminuição do consumo efetivo, e no caso de uma produção crescente, será possível poupar e acumular bens de capital, mantendo volumes relativamente constantes de consumo (embora seja certo que, também nesse caso, é necessário renunciar, como em toda a poupança, a volumes crescentes de consumo potencial que um produção cada vez mais elevada permitiria).

Do ponto de vista do tempo, em todo o processo produtivo, entendido como um conjunto sucessivo de etapas ou bens de capital, é possível distinguir as etapas que se encontram mais próximas do bem final de consumo e as que se encontram mais afastadas. Regra geral, podemos dizer que os bens de capital não são facilmente conversíveis e que, quanto mais próximos estão da etapa final de consumo, mas difícil é a conversão. Contudo, o fato de não serem facilmente conversíveis não significa que o ator não se encontre frequentemente na contingência de ter de modificar os objetivos da sua ação e, consequentemente, de rever e readaptar as etapas que já tiver terminado (ou seja, reconverter os próprios bens de capital na medida do possível). Em todo o caso, quando as circunstâncias se alteram, ou o ator muda de opinião e altera o fim da sua ação, os bens de capital que tiver elaborado até esse momento podem se tornar completamente inúteis ou apenas se tornarem passíveis de utilização depois de uma reconversão custosa. O ator podem também perceber uma forma de utilização dos bens, mas sentir que, caso soubesse antes, tais bens acabariam por ser necessários em um processo de produção diferente, os teria construído de forma diferente. Por fim, muito raramente, o bem de capital está tão afastado do consumo, ou as circunstâncias são tais, que é perfeitamente utilizável tanto em um projeto como noutro.

Nesse momento, fica clara a influência do passado sobre a ação atual. A ação, tal como a definimos, é sempre prospectiva, nunca retrospectiva. E os bens de capital são considerados como tal pelo ator em função da ação futura planejada, não em função da sua entidade material nem de antigos projetos de ação.[15] No entanto, não há dúvida de que o passado *tem influência* sobre a ação futura, visto que determina as circunstâncias de partida do presente. Os seres humanos

---

[15] Por isso, Hayek é especialmente critico da definição tradicional de bem de capital como bem de produção produzido pelo homem e que considera: *"a remnant of the cost of production theories of value, of the old views which sought the explanation of the economic attributes of a thing in the forces embodied in it* [...] *Bygones are bygones in the theory of capital no less than elsewhere in economics. And the use of concepts which see the significance of a good in past expenditure on it can only be misleading."* F. A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 89. Hayek conclui que: *"For the problems conneted with the demand for capital, the possibility of producing new equipment is fundamental. And all the time concepts used in the theory of capital, particularly those of the various investment periods, refer to prospetive periods, and are always 'forward-looking' and never 'backward-looking'." Ibidem*, p. 90.

cometem inúmeros erros empresariais quando se trata de conceber, empreender e terminar as suas ações, e, logo, partem para ações subsequentes de circunstâncias presentes que procurariam alterar se as tivessem conhecido de antemão. Porém, depois de os acontecimentos terem evoluído de certa forma, o ser humano sempre procura tirar o melhor partido possível das circunstâncias presentes para alcançar objetivos futuros. Além disso, é preciso ter em conta que, embora os bens de capital não sejam fáceis de converter, do ponto de vista institucional, os investidores são capazes de uma importante "mobilidade" graças a instituições jurídicas de direito de propriedade e de direito de contratos que regulam as diferentes formas de transferir esses bens. Assim, a estrutura produtiva (extremamente complexa e muito prolongada) permite uma constante mobilidade de investidores, o que é possível graças ao intercâmbio e à compra e venda de bens de capital no mercado.[16]

Estamos agora em condições de introduzir o conceito de *capital*, que é distinto, do ponto de vista econômico, do conceito de "bens de capital". De fato, vamos definir "capital" como o *valor a preço de mercado dos bens de capital*, valor esse que é estimado pelos atores individuais que compram e vendem bens de capital em um mercado livre.[17] Assim, verificamos que o capital é simplesmente um conceito abstrato ou um instrumento de cálculo econômico, ou seja, uma estimativa ou um juízo subjetivo sobre o valor de mercado que os empresários creem que os bens de capital venham a ter e em função do qual os compram e vendem constantemente, tentando alcançar lucros empresariais em cada transação. Daí que em uma economia socialista, onde não existem mercados livres nem preços de mercado, embora possamos considerar que há bens de capital, não podemos pensar que existe capital: este exige sempre um mercado e preços livremente determinados pelos agentes econômicos que nele intervêm. Não fossem os preços de mercado e as estimativas subjetivas do valor de capital dos bens que integram as etapas intermediárias dos processos produtivos, seria impossível, em uma sociedade moderna, estimar ou calcu-

---

[16] Um empresário desmoralizado que pretenda abandonar o seu negócio e instalar-se noutro lugar pode conseguir uma mobilidade efetiva e constante no mercado: graças aos contratos jurídicos poderá pôr o seu negócio à venda, liquidá-lo e dedicar a sua nova liquidez a adquirir outra empresa. Desta forma consegue uma mobilidade real e efetiva muito superior à exclusiva mobilidade física ou técnica do bem de capital (e que, como vimos, costuma ser bastante reduzida).

[17] Ainda assim, em diversas ocasiões, ver-nos-emos forçados a utilizar o termo *capital* em um sentido menos estrito para referirmos o *conjunto de bens de capital que constituem a estrutura produtiva*. Este sentido pouco preciso do termo capital é o utilizado, entre outros, por F.A. Hayek em *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 54 e por Ludwig M. Lachmann em *Capital and its Structure*, ob. cit., em cuja página 11 se define "capital" como "the heterogeneous stock of material resources".

lar[18] se o valor final dos bens que pretendemos produzir juntamente com os bens de capital são compensados ou não no custo inerente aos processos produtivos, bem como dirigir coordenadamente os esforços dos seres humanos que intervêm nos diferentes processos de ação.

Já tentamos demonstrar noutras partes do texto[19] que toda a coação sistemática sobre o livre exercício da função empresarial impede que os seres humanos descubram a informação de que necessitam para as ações que pretendem alcançar. Impede-os ainda de, espontaneamente, transmitir a dita informação e coordenar os comportamentos em função das necessidades dos demais. Isto significa que a intervenção coerciva, própria da essência do socialismo, do intervencionismo do estado na Economia, ou da concessão de privilégios a determinados grupos contra os princípios tradicionais do Direito impossibilita, em maior ou menor medida, o exercício da atividade empresarial e, desta forma, a ação coordenada dos seres humanos, o que tende a gerar desajustes sistemáticos na sociedade. A descoordenação sistemática pode ser intratemporal ou, tal como acontece com as ações humanas relativas às diferentes etapas dos processos de produção ou bens de capital, *intertemporal*, de forma que *os seres humanos que não podem atuar livremente tendem a não ajustar os comportamentos presentes aos comportamentos e necessidades futuros*.

Como vimos no processo de produção isolada de Robinson Crusoé, é essencial haver coordenação intertemporal em todas as relações humanas que envolvam tempo e, sobretudo, naquelas que se referem aos bens de capital; daí ser muito importante permitir o livro exercício da função empresarial nesse campo. Portanto, os empresários estão sempre a descobrir oportunidades de lucros no mercado, acreditando ver novas combinações de bens de capital que se encontrem subvalorizadas em relação à estimativa de preço de mercado que acreditam poder vir a obter no futuro pelos bens de consumo que produzam. Trata-se, em síntese, de um processo de constante "recombinação", de compra e venda e de produção de novos tipos de bens de capital, que gera uma estrutura produtiva dinâmica e muito complexa que sempre tende a se expandir horizontal e verticalmente.[20] Sem liberdade para exercer a função empresarial, nem mercados livres para os bens de capital e

[18] Este é, precisamente, o argumento essencial de Mises sobre a impossibilidade do cálculo econômico em uma economia socialista. Ver, sobre este tema, Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., caps. III a VII.

[19] Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., caps. II y III, pp. 41-155.

[20] Esta é a terminologia utilizada, por exemplo, por Knut Wicksell nas suas *Lectures on Political Economy*, vol. I, Routledge & Kegan Paul, Londres 1951, p. 164, onde se refere expressamente a uma "*horizontal-dimension*" e a uma "*vertical-dimension*" da estrutura de bens de capital.

moeda, não é possível efetuar o necessário cálculo econômico sobre a extensão horizontal e vertical das diferentes etapas do processo produtivo, o que dá origem a um comportamento generalizadamente descoordenado que provoca desajustes na sociedade e impede o desenvolvimento harmonioso. Nos processos empresariais de coordenação intertemporal, há um importante preço de mercado que tem um papel fundamental, a saber, o dos bens presentes em relação aos bens futuros, mais usualmente designado de *taxa de juro*, que regula a relação entre o consumo, a poupança e o investimento nas sociedades modernas e que iremos analisar pormenorizadamente na seção seguinte.

A taxa de juro

Como já vimos, o ser humano, perante as mesmas circunstâncias, dá mais valor aos bens presentes do que aos bens futuros. No entanto, a *intensidade* relativa dessa diferença de valoração subjetiva varia muito de pessoa para pessoa, e pode mesmo variar muito ao longo da vida de uma mesma pessoa em função da mudança de circunstâncias. Assim, há pessoas com alta preferência temporal, que dão muito mais valor ao presente do que ao futuro e, portanto, só estão dispostas a sacrificar a consecução imediata dos seus fins se pensam ou acreditam que podem obter valores subjetivos muito elevados no futuro. Outras pessoas têm uma preferência temporal mais reduzida e, embora continuem a dar mais valor aos bens presentes do que aos bens futuros, estão mais predispostas a renunciar à consecução imediata dos seus objetivos em troca de valores não muito mais elevados amanhã. Essa diferença de *intensidade psíquica* da valoração subjetiva dos bens presentes em relação aos bens futuros, existente na escala de valores de cada ser humano ator, faz com que, em um mercado em que existem muitos agentes econômicos, cada um dotado de uma preferência temporal distinta e variável, surjam múltiplas oportunidades para efetuar intercâmbios mutuamente benéficos.

Assim, as pessoas com preferência baixa estarão dispostas a renunciar a bens presentes em troca de bens futuros com um valor não muito mais elevado e estarão dispostas a efetuar trocas nas quais entregam os bens presentes a outras que tenham uma preferência temporal mais alta e, portanto, valorem mais intensamente o presente do que o futuro. O próprio ímpeto e a criatividade da função empresarial leva a que, na sociedade, tenda a se determinar um preço de mercado dos bens presentes em relação aos bens futuros. *Chamaremos taxa de juro ao preço de mercado dos bens presentes em função dos bens futuros*. Uma vez que, no mercado, muitas ações são levadas a cabo utilizando a moeda como o meio de troca aceito de forma generalizada, a taxa de juro é o preço a pagar para obter um número determinado de unidades

monetárias imediatamente, e reflete o número de unidades que deverão ser devolvidas findo o prazo ou período tempo pré-estabelecido. Geralmente, e por razões consuetudinárias, esse preço é estabelecido em termos de percentagem anual. Assim, por exemplo, uma taxa de juro de 9% indica que as transações no mercado são efetuadas de tal maneira que é possível obter hoje 100 unidades monetárias de imediato (bem presente) em troca de do compromisso de entregar 109 unidades no prazo de um ano (bem futuro).[21]

Assim, a taxa de juro é o preço determinado em um mercado em que os fornecedores ou vendedores de bens presentes são, precisamente, os *poupadores*, ou seja, todos os que estiverem relativamente mais dispostos a renunciar ao consumo imediato em troca de um valor mais elevado de bens no futuro. Os compradores de bens presentes são aqueles que consomem bens e serviços imediatos (sejam trabalhadores, proprietários de recursos naturais, de bens de capital, ou qualquer dessas combinações). De fato, o mercado de bens presentes e de bens futuros, no qual se determina a taxa de juro, é constituído por toda a estrutura produtiva da sociedade, em que os poupadores ou capitalistas renunciam ao consumo imediato e oferecem bens presentes e bens futuros aos proprietários dos fatores originais de produção (trabalhadores e proprietários dos recursos naturais) e aos proprietários dos bens de capital, em troca da aquisição da plena propriedade de um valor pretensamente maior de bens de consumo depois de a produção terminar no futuro. Eliminando o efeito positivo (ou negativo) dos lucros (ou perdas) empresariais puros, essa diferença de valor tende a coincidir precisamente com a taxa de juro.

[21] De fato, a taxa de juro pode ser interpretada de duas formas distintas. Ou como um proporção de preços atuais (um correspondente ao bem disponível hoje e outro correspondente ao mesmo bem disponível amanhã); ou como o preço dos bens presentes em função dos futuros. O resultado é o mesmo. A primeira é a utilizada por Ludwig von Mises, para quem a taxa de juro: "*is a ratio of commodity prices, not a price in itself*" (*Human Action*, ob cit., p. 526). A segunda é a que preferimos utilizar no texto (seguindo Murray N. Rothbard) Uma análise detalhada de como se forma a taxa de juro como preço de mercado dos bens presentes em função dos bens futuros pode ser encontrada, entre outros estudos, na obra de Murray N. Rothbard *Man, Economy, and State: A Treatise on Economic Principles*, Ludwig von Mises Institute, Auburn University, 3.ª edição, 1993, caps. V-VI, pp. 273-387. Em todo o caso, a taxa de juro é determinada tal como qualquer outro preço de mercado. A única diferença deriva do fato de que em vez de fixar o preço de cada bem ou serviço em termos de unidades monetárias, se fixa na compra e venda de bens presentes em troca de bens futuros, todos materializados em unidades monetárias. Embora defendamos que os juros são determinados única e exclusivamente pela preferência temporal, ou seja, pelas valorações subjetivas de utilidade relacionadas com a preferência temporal, o fato de haver outra teoria aceita (por exemplo, a de que os juros são determinados em maior ou menor grau pela produtividade marginal do capital) não afeta o argumento essencial deste livro em relação aos efeitos de distorção provocados pela criação expansiva de créditos por parte do sistema bancário sobre a estrutura produtiva. Ver, nesse mesmo sentido, Charles E. Wainhouse, para quem: *"Hayek establishes that his monetary theory of economic fluctuations is consistent with any of the 'modern interest theories' and need not be based on any particular one. The key is the monetary causes of deviActions of the current from the equilibrium rate of interest."* "Empirical Evidence for Hayek's Theory of Economic Fluctuations", cap. II de *Money in Crisis: The Federal Reserve, the Economy and Monetary Reform*, Barry N. Siegel (ed.), Pacific Institute for Public Policy Research, San Francisco 1984, p. 40.

Do ponto de vista jurídico, as trocas entre bens presentes e bens futuros podem tomar várias formas. Assim, em uma cooperativa, são os próprios trabalhadores que atuam, simultaneamente, como trabalhadores e capitalistas, esperando que todo o processo produtivo termine para adquirir a propriedade do bem final e ficar com o valor integral. No entanto, na maior parte das ocasiões, os trabalhadores não estão dispostos a esperar que o processo produtivo termine, nem a assumir os riscos e as incertezas, pelo que, em vez de constituir cooperativas, preferem vender os serviços de sua força produtiva em troca de bens presentes imediatos. Para isso, fazem um contrato (denominado "contrato de trabalho") em função do qual aquele que lhes adianta os bens presentes (o capitalista, poupador ou fornecedor de bens presentes) recebe a propriedade total do bem final depois deste ser produzido. São, também, possíveis combinações entre os dois tipos distintos de contrato. Aqui não é o lugar adequado para analisar as diferentes formas jurídicas nas quais, em uma sociedade moderna, ocorre a troca entre bens presentes e bens futuros. Além disso, estas não afetam o argumento essencial do presente livro, embora sejam, indubitavelmente, muito interessantes do ponto de vista teórico e prático.

É importante realçar que o denominado "mercado de créditos", no qual é possível obter empréstimos pagando a correspondente taxa de juro, é apenas uma parte relativamente pouco importante do mercado geral em que se trocam bens presentes por bens futuros. Como já vimos, é constituído pela estrutura produtiva da sociedade em que os proprietários dos fatores originais de produção e dos bens de capital atuam como consumidores de bens presentes e os poupadores como fornecedores. Assim, o mercado de empréstimo a curto,[22] médio e longo prazo é não mais do que um subconjunto muito mais alargado desse mercado em que se trocam bens presentes por bens futuros e cujo papel é subsidiário e dependente, embora, para o público em geral, o mercado de créditos seja mais visível e evidente. De fato, seria perfeitamente possível conceber uma sociedade em que não existisse um mercado de créditos e onde, ainda assim, todos os agentes econômicos investissem *diretamente* as poupanças na produção (por meio de autofinanciamento efetuado por meio das sociedades pessoais, anônimas ou cooperativas). Embora nesse caso não se estabelecesse

---

[22] O coloquialmente chamado "mercado de moeda" não é mais do que um mercado de créditos a curto prazo. O verdadeiro mercado de moeda é constituído por todo o mercado em que se trocam bens e serviços por unidades monetárias e em que se determina o preço ou poder de compra do dinheiro e os preços em termos monetários de cada bem e serviço. Por isso, Marshall induz a graves erros quando afirma que: *"The 'money market' is the market for command over money: 'the value of money' in it at any time is the rate of discount, or of interest for short period loans charged in it."* Alfred Marshall, *Money Credit and Commerce*, Macmillan, Londres 1924, p. 14. Mises esclarece esta confusão terminológica de Marshal de forma perfeita Marshall em *Human Action*, ob. cit., p. 403.

nenhuma taxa de juro no inexistente mercado de créditos, continuaria a haver a formação de uma taxa de juro que seria determinada pela proporção entre a troca de bens presentes por bens futuros nas diferentes etapas dos processos produtivos. Em tais circunstâncias, a taxa de juro seria determinada pela "taxa de lucro", que tenderia a ser igual, por unidade de valor e período de tempo, aos lucros líquidos de cada etapa do processo produtivo. Apesar desta taxa de juro não ser diretamente observável no mercado, e embora inclua componentes alheios em cada empresa e processo produtivo específico (como a parte dos lucros ou das perdas empresariais puros e o prêmio de risco), o lucro gerado em cada etapa de todo o sistema econômico tenderia a corresponder à taxa de juro, em razão do típico processo empresarial de equalização dos lucros contábeis ao longo das diferentes etapas dos processos produtivos e assumindo que não se produziriam mais mudanças e que se esgotariam todas as possibilidades de criatividade e ganhos empresariais.[23]

No mundo exterior, os únicos rendimentos diretamente observáveis são aquilo que poderíamos denominar de *taxa de juro bruta ou de mercado* (que coincide com a taxa de juro do mercado de crédito) e os *lucros contábeis brutos* da atividade produtiva. O primeiro é constituído pela taxa de juro tal como a definimos (por vezes também denominada taxa de juro *original* ou *natural*), mais o *prêmio de risco* correspondente à operação em questão, mais ou menos um *prêmio pela inflação ou deflação esperada*, ou seja, pela diminuição ou aumento esperado do poder de compra da unidade monetária em que são efetuadas e calculadas as transações entre bens presentes e bens futuros.

Em segundo lugar, são também diretamente observáveis no mercado os *lucros contábeis brutos* obtidos na atividade produtiva específica de cada etapa do processo de produção. Estes lucros tendem a coincidir com a taxa de juro bruta ou de mercado, tal como a definimos no parágrafo anterior, mais ou menos os lucros ou perdas empresariais puros.[24] Como em qualquer outro mercado, há uma tendência para

---

[23] Por isso, *strito sensu*, o conceito de "taxa de lucro" não faz sentido na vida real e só o introduzimos para efeitos ilustrativos e para facilitar a compreensão da nossa teoria do ciclo. Como diz Mises: *"it becomes evident that it is absurd to speak of a 'rate of profit' or a 'normal rate of profit' or an 'average rate of profit'... There is nothing 'normal' in profits and there can never be an 'equilibrium' with regard to them."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 297.

[24] De fato, a taxa de juro acordada para os empréstimos no mercado de crédito inclui uma componente empresarial que não referimos no texto. Esta taxa deriva da incerteza inescapável (que não é "risco") relativa à possibilidade de se produzirem mudanças sistemáticas na taxa social de preferência temporal ou outras perturbações próprias do ciclo econômico que não podem ser garantidas: *"The granting of credit is necessarily always an entrepreneurial speculaction which can possibly result in failure and the loss of a part of the total amount lent. Every interest stipulated and paid in loans includes not only originary interest but also entrepreneurial profit."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 536.

que os lucros e as perdas empresariais desapareçam, como resultado da concorrência entre os empresários. Assim, existe uma tendência para que os lucros contábeis de cada atividade produtiva por período de tempo tendam a coincidir com a taxa de juro bruta de mercado. De fato, pode se considerar que, nos lucros contábeis registados em cada empresa em um exercício econômico, existe uma componente implícita de taxa de juro, em relação aos recursos poupados ou investidos pelos capitalistas proprietários da empresa. Esta componente implícita, juntamente com a componente de risco e os lucros ou perdas empresariais resultantes da atividade puramente empresarial do negócio, dá lugar a lucros contábeis. A partir deste ponto de vista, é possível que uma empresa, mesmo que registe lucros contábeis, tenha, na verdade, sofrido perdas empresarias, caso os lucros contábeis não tenham sido suficientes para superarem a componente implícita da taxa de juro bruta de mercado aplicada sobre os recursos investidos pelos capitalistas no negócio durante o exercício econômico.

Em todo o caso, e independente de como se manifestem, o mais importante é ter em conta que os juros, como preço de mercado ou taxa social de preferência social, têm um papel fundamental na coordenação do comportamento dos consumidores, poupadores e produtores em uma sociedade moderna. Assim como era essencial que Robinson Crusoé atuasse de forma coordenada e não dedicasse à consecução de fins futuros um esforço desproporcionado em relação à sua disponibilidade de bens presentes poupados, o problema da *coordenação intertemporal* continuamente se apresenta em nossas sociedades.

Em uma economia moderna, o equilíbrio entre comportamentos presentes e futuros se torna possível graças à atividade empresarial no mercado em que se trocam bens presentes por bens futuros e em que os juros são estabelecidos como preço de mercado de uns em função do outros. Desta forma, quanto maior for a poupança, ou seja, quanto mais elevado for o número de bens oferecidos ou vendidos, dadas as mesmas circunstâncias, mais baixo será o preço no que respeita a bens futuros e, logo, mais reduzida será a taxa de juro de mercado. Isto mostrará aos empresários que existe uma maior disponibilidade de bens presentes, o que permite aumentar a duração e a complexidade das etapas do processo produtivo, fazendo com que tais etapas sejam mais produtivas. Ao contrário, quanto menor for a poupança, ou seja, em igualdade de circunstâncias, quanto menos estejam os agentes econômicos dispostos a renunciar ao consumo imediato de bens presentes, mais alta será a taxa de juro de mercado. Assim, uma taxa de juro de mercado alta indica que a poupança é relativamente escassa, o que, por sua vez, é um sinal de que os empresários deverão imprescindivelmente ter em

conta, para não alongar indevidamente as diferentes etapas do processo produtivo e gerar descoordenações ou desajustes muito perigosos para o desenvolvimento sustentável,[25] sadio e harmonioso da sociedade. Em suma, a taxa de juro mostra aos empresários quais são as novas etapas de produção ou projetos de investimento que podem e devem empreender e quais as que devem evitar, para manterem, tanto quanto for humanamente possível, a coordenação dos comportamentos de poupadores, consumidores e investidores, e evitarem que as diferentes etapas produtivas fiquem demasiado curtas ou se alonguem em demasia.

Realce-se, por fim, que a taxa de juro de mercado tende a se harmonizar ao longo de todo o mercado de tempo ou estrutura produtiva da sociedade, não apenas *intratemporalmente*, ou seja, em diferentes áreas do mercado, mas também *intertemporalmente*, ou seja, de algumas etapas produtivas mais próximas do consumo a outras mais afastadas. De fato, se a taxa de juro que é possível obter por meio do adiantamento de bens em algumas etapas (por exemplo, as mais próximas do consumo) for superior à que se pode obter noutras (por exemplo, as mais afastadas do consumo), então a própria força empresarial movida pela vontade de obter lucros levará ao desinvestimento nas etapas em que a taxa de juro ou taxa de lucro for relativamente mais baixa, e ao investimento naquelas em que a taxa de juro ou a taxa de lucro esperado for mais alta.

A estrutura produtiva

Embora seja quase impossível representar graficamente a complexíssima estrutura de etapas produtivas que constituem a economia moderna, para tornar mais fácil a compreensão dos argumentos teóricos que desenvolveremos adiante, vamos ilustrá-la de forma simplificada no Gráfico V-1.

Além disso, apesar de a representação gráfica proposta não ser estritamente necessária para explicar os argumentos teóricos essenciais e, de fato, autores da estatura de Ludwig von Mises nunca a tenham utilizado na apresentação da teoria do capital e dos ciclos econômicos,[26] existe toda uma tradição de autores teóricos que consideraram conveniente, para melhor compreensão, a utilização de ilustrações gráficas simplificadas das etapas dos processos produtivos reais tal como a que apresentamos no Gráfico V-1.[27]

---

[25] Depois da primeira edição deste livro, reparamos que Roger Garrison desenvolve a mesma ideia no seu novo livro *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure,* Routledge, Londres 2001, pp. 33-34.

[26] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit. e também *Human Action: A Treatise on Economics*, ob. cit.

[27] O primeiro teórico a propor uma representação basicamente igual à que apresentamos no Gráfico V-1

As etapas da estrutura produtiva que apresentamos no Gráfico V-1 não representam a produção de bens de capital e de bens de consumo em termos físicos, mas sim os valores em unidades monetárias. À esquerda do gráfico indicamos que assumimos que a estrutura produtiva é constituída por cinco etapas, cujo "número de ordem", seguindo a contribuição clássica de Menger, aumenta em conformidade com o aumento da distância em relação à etapa final de consumo. Assim, a *primeira etapa* é constituída pelos "bens econômicos de primeira ordem" ou bens de consumo que, no nosso gráfico, se trocam por um valor de cem unidades monetárias. A *segunda etapa* é constituída pelos "bens econômicos de segunda ordem" ou bens de capital mais próximos do consumo. E assim sucessivamente com as etapas terceira, quarta e quinta, que é a mais afastada do consumo. Para simplificar, consideramos que cada etapa exige um período de duração de um ano, pelo que o processo produtivo do

---

foi William Stanley Jevons no seu livro *The Theory of Political Economy*, cuja primeira edição foi publicada em 1871. Aqui usamos uma reimpressão da 5.ª edição publicada em 1957 em Nova York por Kelley and Millman, em cuja página 230 encontramos um diagrama onde, segundo Jevons, "*line* ox *indicates the duraction of investment and the height attained at any point*, i, *is the amount of capital invested*". Mais tarde, em 1889, Eugen von Böhm-Bawerk aprofunda a questão teórica da estrutura de etapas sucessivas de bens de capital e de sua representação gráfica, propondo uma representação baseada em um conjunto sucessivo de círculos concêntricos anuais (a expressão usada por Böhm-Bawerk é *koncentrischer Jahresringe*), cada um dos quais representando uma etapa produtiva e se sobrepondo a outros maiores. Esta representação gráfica e a explicação de Böhm-Bawerk podem ser consultadas nas pp. 114-115 da obra *Kapital und Kapitalzins*, vol. II, *Positive Theorie des Kapitales*, ob. cit.. As páginas correspondentes da edição inglesa, *Capital and Interest*, são as 106-107 do volume II. O problema mais significativo da representação gráfica proposta por Böhm-Bawerk é que representava a passagem do tempo de forma grosseira, pelo que faltava uma um segunda dimensão (a vertical). Böhm-Bawerk poderia ter evitado esta dificuldade facilmente substituindo os "anéis concêntricos" por um conjunto de cilindros colocados uns em cima dos outros, de forma a que cada cilindro tivesse uma base menor do que a do inferior. Esta dificuldade foi ultrapassada mais tarde, em 1931, na primeira edição do já clássico livro de F. A. Hayek *Prices and Production* (1.ª edição com "Foreword" de Lionel Robbins, Routledge, Londres 1931; 2.ª edição, revista e ampliada em 1935); pp. 36 da primeira edição e 39 da segunda. Doravante, salvo indicação em contrário, todas as citações desse livro serão retiradas da segunda edição. O livro contém uma representação muito semelhante à que propusemos no Gráfico V-1. Este tipo de representação volta a ser utilizado por Hayek em 1941 (mas agora em termos contínuos) em *The Pure Theory of Capital* (ver, por exemplo, a p. 109). Além disso, em 1946, Hayek desenvolve também uma representação gráfica prospetiva das diferentes etapas do processo produtivo em um gráfico tridimensional que ganha em exatidão, precisão e elegância, mas perde em inteligibilidade (p. 117 da edição inglesa de 1941). Em 1962, N. Rothbard (*Man, Economy, and State: A Treatise on Economic Principles*, ob cit., caps. VI-VII) propõe uma representação semelhante e, em muitos aspectos, superior à de Hayek, que é seguida muito de perto por Mark Skousen no notável *The Structure of Production*, New York University Press, Nova York 1990. Em espanhol, introduzi pela primeira vez a representação gráfica da estrutura produtiva há quase vinte anos no meu artigo "La teoría austriaca del ciclo económico", publicado originalmente em *Moneda y crédito*, n.º 152, Março de 1980, pp. 37-55 (reeditado em *Estudios de economía política*, ob. cit., cap. XIII, pp. 160-176). Embora também pudessem ser interpretados como uma representação da estrutura produtiva, deixamos deliberadamente de fora desta breve resenha histórica da representação gráfica das etapas do processo produtivo os gráficos triangulares propostos por Knut Wicksell, *Letures on Political Economy*, Routledge, Londres 1951, vol. I, p. 159. Ver, finalmente, M. A. Alonso Neira, "Hayekian Triangle", em *An Eponymous Dictionary of Economics: A Guide of Laws and Theorems Named after Economists*, J. Segura e C. Rodríguez Braun (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra 2004.

nosso Gráfico V-1 duraria cinco anos, desde o início na quinta etapa (a mais afastada do consumo) até chegar aos bens finais de consumo na primeira etapa. Esta representação esquemática pode não ser considerada apenas do ponto de vista diacrônico, como o conjunto de etapas produtivas pelas quais é preciso passar até chegar ao bem final de consumo cinco anos depois, mas também *sincronicamente*, como uma "fotografia" das etapas que, simultaneamente, se produzem em um mesmo exercício econômico. Como assinala Böhm-Bawerk, essa segunda interpretação do gráfico como uma representação sincronizada do processo produtivo tem uma natureza muito semelhante às pirâmides etárias elaboradas com os dados dos censos à população e que são simplesmente cortes transversais da população real classificada por idades, que também podem ser interpretados diacronicamente como a evolução do número de pessoas que vão permanecendo vivas em cada idade (tabela da mortalidade).[28]

As setas do nosso esquema representam os *fluxos* de rendimento monetário que em cada etapa do processo produtivo chegam aos proprietários dos fatores de produção originais (trabalho e recursos naturais) na forma de salários e rendas e aos proprietários de bens de capital (capitalistas ou poupadores), na forma de juros (ou lucro contábil). De fato, começando pela primeira etapa no nosso exemplo, os consumidores gastam cem unidades monetárias (u.m.) na aquisição de bens de consumo, e esse dinheiro se torna propriedade dos capitalistas proprietários das indústrias de bens de consumo. Um ano antes, estes capitalistas tinham adiantado o pagamento, com base na poupança, de 80 u.m. correspondentes aos serviços dos bens de capital fixo e aos bens de capital circulante produzidos na etapa anterior (a "segunda") do processo produtivo por outros capitalistas. Tinham ainda pago dez u.m. aos proprietários dos fatores originais de produção (trabalho e recursos naturais) contratados por eles diretamente na última etapa de produção de bens de consumo (esse pagamento aos proprietários dos fatores originais é representado no gráfico pela seta vertical que começa à direita da última etapa de cem unidades monetárias ao correspondente *box* de dez unidades monetárias no canto superior direito). Uma vez que os capitalistas da etapa de bens de consumo adiantaram oitenta unidades monetárias aos proprietários dos bens de capital da segunda etapa e dez unidades monetárias aos

[28]. *"The inventory of capital constitutes, so to speak, a cross setion of the many processes of production which are of varying length and which began at different times. It therefore cuts across them at very widely differing stages of development. We might compare it to the census which is a cross section through the paths of human life and which encounters and which arrests the individual members of society at widely varying ages and stages."* Eugen von Böhm-Bawerk, *Capital and Interest: Positive Theory of Capital*, ob. cit., p. 106. O texto desta passagem em alemão encontra-se na p. 115 da já citada edição original desta obra.

Gráfico V-1
Esquema de ESTRUTURA PRODUTIVA
Fatores Originais (Trabalho e Recursos Naturais)
18 + 16 + 14 + 12 + 10 +
JUROS
30
=
100 unidades monetárias de receita líquida
Dois pontos de Vista
DIACRÓNICO
SINCRÓNICO
Etapas em períodos de tempo sucessívos
Etapas simultâneas do Processo Produtivo (Bens de Capital ou Produtos intermédios)
1.º ano
5.ª Etapa (bens 5.ª ordem)
20
2.º ano
4.ª Etapa (bens 4.ª ordem)
40
3.º ano
3.ª Etapa (bens 3.ª ordem)
60
4.º ano
2.ª Etapa (bens 2.ª ordem)
80
5.º ano
5.ª Etapa (bens 5.ª ordem)
100
= 2 + 4 + 6 + 8 + 10
Lucros ou Juros em cada etapa (= aprox.11% ao ano)
Consumo Final = 100 unidades monetárias de receita líquida

trabalhadores e proprietários dos recursos naturais, ou seja, um total de noventa unidades monetárias, depois de decorrido o período de um ano e da venda dos bens de consumo por cem unidades, obtêm um lucro contábil ou juro decorrente de terem adiantado um ano antes noventa unidades monetárias com base na poupança. Tal diferença entre o total adiantado, noventa unidades monetárias (que podiam ter consumido, mas pouparam e dedicaram ao investimento), e o que recebem decorrido um ano, cem unidades monetárias, é igual a uma taxa de juro aproximada de 11% ao ano (10:90 = 0,11). Contabilmente, esse montante aparece como o lucro da conta de perdas e ganhos da atividade empresarial dos capitalistas da etapa de bens de consumo (representado pelo *box* do canto inferior direito do Gráfico V-1).

Podemos seguir o mesmo raciocínio no que diz respeito às etapas restantes. Assim, por exemplo, os capitalistas proprietários dos bens de produção da terceira etapa avançaram, no início do período, quarenta unidades monetárias para pagamento dos bens de capital produzidos na quarta etapa e mais catorze unidades monetárias aos proprietários dos fatores originais de produção (trabalho e recursos naturais). Em troca dessas cinquenta e quatro unidades monetárias, os capitalistas se tornam proprietários do produto, que, depois de acabado, vendem por sessenta unidades monetárias a capitalistas da segunda etapa, obtendo um diferencial de seis unidades monetárias. Este é o lucro contábil ou juro, também próximo dos 11%. E o padrão se repete em todas as etapas.

A parte superior do gráfico apresenta os montantes adiantados pelos capitalistas em cada etapa aos proprietários do fatores originais de produção (trabalhadores e proprietários dos recursos naturais) e que perfazem um total de setenta unidades monetárias (18 + 16 + 14 + 12 + 10 = 70 u.m.). Em uma coluna do lado direito, apresentam-se os montantes monetários dos lucros contábeis obtidos em cada etapa e que refletem a diferença contábil entre as unidades monetárias adiantadas pelos capitalistas de cada etapa e as que recebem pela venda do produto na etapa seguinte. Como já sabemos, esse lucro contábil tende a coincidir com o juro derivado do montante poupado pelos capitalistas de cada etapa e adiantado tantos aos capitalistas das etapas anteriores como aos proprietários dos fatores originais de produção. O total das diferenças contábeis entre receitas e despesas de cada etapa perfaz trinta unidades monetárias, que, somadas às setenta recebidas pelos proprietários dos fatores originais de produção, totalizam cem unidades monetárias de rendimento líquido, o que coincide exatamente com o montante gasto em bens de consumo final durante o período em questão.

Considerações complementares

Devemos agora fazer uma série de considerações complementares importantes sobre a presente representação esquemática das etapas do processo produtivo:

1. *A seleção arbitrária do período de tempo de cada etapa*. — Em primeiro lugar, convém assinalar que a seleção de um período de duração de um ano para cada etapa é completamente arbitrária. Podia ter sido escolhido qualquer outro período de duração. A opção por um ano foi por ser esse o exercício econômico mais comummente utilizado do ponto de vista contábil e empresarial, o que facilita a compreensão do esquema ilustrativo de etapas produtivas que propusemos.

2. *A não utilização do conceito errôneo de "período médio de produção"*. — Em segundo lugar, devemos notar que o fato de o processo produtivo do nosso exemplo ter uma duração de cinco anos também é completamente arbitrário. Os processos produtivos modernos são muito complexos, variando muito de uns setores e empresas para outros quanto ao número de etapas e à duração. Em todo o caso, não é necessário nem faz sentido que nos refiramos a um "período médio de produção", uma vez que a duração *a priori* de um processo produtivo dependerá do próprio processo concreto. Como já sabemos, os bens de capital são não mais do que etapas intermediárias do processo de produção iniciado por um empresário. Subjetivamente, um processo de produção tem sempre um *princípio*, o momento em que pela primeira vez o ator percebe que um determinado fim vale a pena, e um conjunto específico de etapas intermediárias que são imaginadas *a priori* e depois tentadas, terminando conforme a realização. Por isso, a presente análise não utiliza o conceito de "período médio de produção" e, dessa forma, é imune às críticas de que o conceito já foi alvo.[29] De fato, todos os períodos de produção têm uma origem determinada e não podem remontar-se indefinidamente no tempo. Pelo contrário, cessam precisamente no momento em que determinado empresário assume a consecução de um fim que constitui a imaginada etapa final do processo.[30] Assim, a primeira etapa de produção começa exatamente no momento em que o empresário

[29] John B. Clark, "The Génesis of Capital", *Yale Review*, n.º 2, novembro de 1893, pp. 302-315; e "Concerning the Nature of Capital: A Reply", *Quarterly Journal of Economics*, Maio de 1907. Frank H. Knight, "Capitalist Production, Time and the Rate of Return", em *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel*, George Allen & Unwin, Londres 1933.

[30] Ludwig von Mises afirma muito claramente que *"The length of time expended in the past for the production of capital goods available today does not count at all. These capital goods are valued only with regard to their usefulness for future satisfaction. The 'average period of production' is an empty concept."* Ludwig von Mises, *Human Action: A Treatise on Economics*, ob cit., p. 489. Murray N. Rothbard segue a mesma direção em *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 412-413.

concebe a etapa final do processo (em forma de bem de consumo ou bem de capital). Para determinar o início desta etapa é completamente irrelevante que sejam utilizados bens de capital ou fatores de produção anteriormente produzidos, e que ninguém ainda havia imaginado acabar por utilizar no processo produtivo em questão. Além disso, não é necessário remontar indefinidamente no tempo à concepção do conjunto de etapas do processo produtivo, uma vez que todos os bens de capital que tenham sido produzidos, mas que não estão sendo utilizados em nenhum intervalo de tempo para um fim concreto, se convertem, em última instância, em mais um recurso "original", por assim dizer, semelhante, nesse particular, aos demaiss recursos da natureza que geram rendimento, mas que são considerados pelo ator como um fator de partida do próprio curso de ação.[31] Em suma, todos os processos de produção são sempre prospectivos, têm um início determinado e um fim previsto, e a duração varia de acordo com o processo de produção particular, nunca infinita ou indeterminada. Assim, o cálculo retrospectivo de pretensos e fantasmagóricos períodos médios de produção não faz qualquer sentido.

3. *Bens de capital fixo e bens de capital circulante*. — Outra observação interessante em relação à representação das etapas produtivas que apresentamos relaciona-se com o fato de incluir não só os chamados bens de capital fixo, mas também os bens de capital circulante e os bens de consumo duradouro. Do ponto de vista prospectivo do ser humano ator, a distinção entre bens de capital fixo e bens de capital circulante é irrelevante, uma vez que se baseia, em grande medida, nas características *físicas* dos bens em questão e, sobretudo, em saber se são considerados já "terminados" ou não. De fato, considera-se que quando participam no processo produtivo, os bens de capital fixo já estão "terminados", enquanto os bens de capital circulante estão semi-elaborados ou em um processo intermediário da produção. No entanto, segundo a concepção subjetivista do processo de produção dirigido ao consumo, *tanto os bens de capital fixo como os bens de capital circulante são etapas intermediárias de um processo de ação que só termina quando o bem de consumo final satisfaz o desejo dos consumidores*, pelo que, do ponto de vista econômico, não faz sentido distinguir entre uns e outros.

---

[31] Murray N. Rothbard, com natural perspicácia, acrescenta que *"land that has been irrigated through canals or altered by the chopping down of forests has become a present, permanent* given. *Because it is a present given, not worn out in the process of production, and not needing to be replaced, it becomes a* land *fator under our definition"*, concluindo que uma vez que *"the permanent are separated from the non-permanent alteractions, we see that* the Structure of production no longer stretches back infinitely in time, but comes to a close within a relatively brief span of time." Ver *Man, Economy, and State*, ob. cit., p. 414 (grifos acrescentados).

O mesmo pode se dizer em relação aos "bens inventariados" ou estoques de bens intermédios mantidos em armazém em cada uma das etapas de produção. Estes estoques, considerados parte do capital circulante, são um dos componentes mais importantes do valor de cada etapa do processo de produção. Além disso, está demonstrado que, à medida que a economia se desenvolve e avança, estes estoques adquirem uma maior importância ao permitirem que as diferentes empresas minimizem os riscos sempre latentes dos períodos de escassez ou dos efeitos de engarrafamento inesperados que dilatam os períodos de entrega, e ao fazerem com que seja possível que os clientes de todos os níveis (não só no nível do consumo, mas também no dos bens intermediários) disponham de uma variedade crescente de produtos que possam escolher e adquirir imediatamente. Por isso, uma das manifestações do alargamento dos processos produtivos consiste, precisamente, no aumento constante dos inventários ou estoques de bens intermediários.

4. *O papel dos bens de consumo duradouro*. — Os bens de consumo duradouro permitem a satisfação de necessidades humanas durante um período muito prolongado. Por isso, devemos considerar que ocupam simultaneamente diversos lugares: um na etapa final de consumo e os outros em várias das etapas anteriores, de acordo com a duração. De qualquer forma, para nossos objetivos é irrelevante que seja o próprio consumidor quem tenha de esperar durante um número determinado de anos ou etapas até que possa tirar proveito dos últimos *serviços* que o bem de consumo duradouro seja capaz de proporcionar. Só é considerado que nos encontramos na última etapa do gráfico, a etapa correspondente ao consumo, quando é possível tirar proveito direto dos referidos serviços. Os anos em que o proprietário trata e mantém o bem de consumo duradouro para que este continue a lhe fornecer os serviços de consumo no futuro corresponde às etapas que aparecem acima — a segunda, a terceira, a quarta e assim sucessivamente — e que estão cada vez mais afastadas do consumo.[32]

[32] Como foi explicado por F.A. Hayek: *"the different instalments of future services which such goods are expeted to render will in that case have to be imagined to belong to different 'stages' of production corresponding to the time interval which will elapse before these services mature."* Ver *Prices and Production*, ob. cit., p. 40, nota de rodapé da página 2. Este tipo de paralelismo entre os bens de consumo duradouro e os bens de capital já tinha sido demonstrado anteriormente por Eugen von Böhm-Bawerk, para quem, *"the value of the remoter instalments of the renditions of service is subjet to the same fate as is the value of future goods." Capital and Interest: Positive Theory of Capital*, ob. cit., pp. 325-337, e em especial a p. 337. Na edição alemã deve ser consultado o capítulo dedicado a "Der Zins aus ausdauernden Gütern", nas pp. 361-382 da edição de 1889 já citada. Böhm-Bawerk expressa tais princípios em alemão da seguinte forma: *"In Folge davon verfällt der Werth der entlegeneren Nutzleistungsraten demselben Schicksale, wie der Werth künftiger Güter."* Ver *Kapital und Kapitalzins*, vol. II, *Positive Theorie des Kapitales*, ob. cit., p. 365. Na Espanha, talvez tenha sido José Castañeda Chornet quem melhor compreendeu essa ideia essencial ao afirmar que: *"los bienes de consumo duradero,*

Desta forma, uma das manifestações do alargamento dos processos de produção e do aumento do número das etapas consiste, precisamente, na produção de um número mais elevado de bens de consumo duradouro de qualidade e duração cada vez maior.[33]

5. *A tendência para a harmonização da taxa de lucro contábil ou juro de cada etapa*. — Outro aspecto essencial em que devemos insistir agora é que existe no mercado uma tendência, movida pela força empresarial, para a harmonização da taxa de lucro de todas as atividades econômicas. Isto acontece não apenas *horizontalmente*, dentro de cada etapa de produção, mas também *verticalmente*, ou seja, entre etapas. De fato, quando existem disparidades nos lucros, os empresários irão dedicar seus esforços, capacidade criativa e investimento às atividades em que seja possível obter lucros relativos mais elevados, e deixar de se dedicar àquelas em que os lucros sejam mais reduzidos. O que interessa agora realçar é que, no nosso exemplo do Gráfico V-1, a taxa de lucro contábil, ou diferença relativa entre os ganhos e os gastos, em cada uma das etapas é a mesma: aproximadamente 11% ao ano. Se assim não fosse, ou seja, caso em alguma das etapas a taxa de lucro contábil ou juro fosse mais elevada, dar-se-ia um desinvestimento e uma retirada dos recursos produtivos das etapas que tivessem tido uma taxa de lucro menor, e um redirecionamento para aquelas que tivessem um taxa de lucro contábil mais elevada. Este redirecionamento teria lugar até que a maior procura de bens de capital e de fatores de produção originais por parte da etapa receptora resultasse em um aumento dos custos ou gastos nesses componentes, e a maior afluência de bens finais da etapa em questão tendesse a reduzir os preços, até que o diferencial entre receitas e custos se reduzisse, dando lugar a uma taxa de lucro igual à existente nas outras etapas produtivas. *Esse raciocínio microeconômico é um elemento essencial para entender as modificações de tamanho e de duração das etapas de produção que vamos analisar mais adiante*.

---

generadores de un flujo de servicios de consumo en el tiempo, pueden considerarse incluidos en el capital fijo de una economía. En sentido estrito, constituyen capital fijo consuntivo, no produtivo. De esta forma el capital, en sentido amplio, está formado por el capital produtivo o propiamente dicho, y también por el capital consuntivo o de uso." José Castañeda, *Lecciones de teoría económica*, ob. cit., p. 686.

[33] Roger W. Garrison aduziu, ainda, o argumento de que todos os bens de consumo em relação aos quais existiria um *mercado de segunda mão* deve ser classificados, do ponto de vista econômico, como bens de investimento. De fato, os bens de consumo qualificado de "duradouro" ocupam simultaneamente um lugar em sucessivas etapas do processo produtivo, embora juridicamente sejam propriedade dos "consumidores", um vez que os cuidam, conservam e mantêm na sua capacidade produtiva para proporcionar serviços diretos de consumo ao longo de um período prolongado de anos. Roger Garrison, "The Austrian-Neoclassical RelAction: A Study in Monetary Dynamics", Tese de Doutoramento apresentada na Universidade de Virginia, 1981, p. 45. Ver, também, Roger Garrison, *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, ob. cit., pp. 47-48.

6. *O investimento e a poupança em termos brutos e líquidos*. — Apesar de, no nosso exemplo, a totalidade de rendimento líquido recebido pelos proprietários dos fatores de produção originais e pelos capitalistas na forma de lucros ou juros, ou seja, 100 unidades monetárias, coincidir exatamente com o montante que se gasta durante o período em bens de consumo (pelo que a *poupança líquida* é nula), existe, um significativo volume bruto de poupança e de investimento. De fato, a poupança e o investimento são apresentados, em termos brutos, no Quadro V-1, que, no lado esquerdo, indica, para cada uma das etapas, a oferta de bens presentes feita pelos poupadores em troca de bens futuros. No lado direito, encontra-se a correspondente procura de bens presentes efetuada pelos fornecedores de bens futuros, basicamente os proprietários dos fatores originais de produção (trabalho e recursos naturais) e os capitalistas das etapas anteriores. No Quadro V-1, podemos observar que a poupança, ou oferta de bens presentes, é de 270 unidades monetárias — poupança bruta global efetuada no sistema econômico e que é 2,7 vezes superior ao montante gasto anualmente em bens finais de consumo. Esta poupança bruta é idêntica ao investimento bruto do exercício em forma de gastos efetuados pelos capitalistas em recursos naturais, serviços do fator trabalho e bens de capital procedentes de etapas anteriores do processo produtivo.[34]

7. *Rendimento bruto e rendimento líquido do exercício*. — Podemos considerar que a representação esquemática das diferentes etapas do processo produtivo que expusemos no Gráfico V-1 apresenta quer o movimento dos bens de capital, quer o movimento da moeda. De fato, os bens de capital "movem-se para baixo", ou seja, das etapas mais afastadas do consumo até às mais próximas e as unidades monetárias se move na direção oposta. Ou seja, as unidades monetárias são usadas em primeiro lugar para pagar os bens finais de consumo e, daí, vão subindo na escala de etapas de produção até alcançar as que estão mais afastadas do consumo. Assim, o rendimento monetário bruto do

[34] Tabelas como a apresentada no Quadro V-1, que comentamos no texto, já foram realizadas com o mesmo objetivo por Eugen von Böhm-Bawerk (*Capital and Interest*, ob. cit., pp. 108-109, onde em 1889 recolheu, pela primeira vez, para cada etapa da produção o valor em "números de anos de trabalho" dos produtos da etapa correspondente). Posteriormente, em 1929, F. A. Hayek retomou a mesma tarefa mais explicitamente no artigo "Gibt es einen 'Widersinn des Sparens'?" (*Zeitschrift Für NActionalökonomie*, Bd. I, Heft III, 1929), que foi traduzido com o título de "The 'Paradox' of Saving" e publicado em inglês em *Economica* (Maio de 1931) e depois incluído como anexo no livro *Profits, Interest and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, 1.ª edição de George Routledge & Sons, Londres 1939, e reeditado por Augustus M. Kelley, Clifton 1975, pp. 199- 263, e especialmente as pp. 229-231. Como reconhece o próprio Hayek, foi precisamente o desejo de simplificar a grosseira exposição dessas tabelas que o levou a introduzir o esquema gráfico de etapas da produção que apresentamos no Gráfico V-1 (ver *Prices and Production*, ob. cit., p. 38, nota 1).

Quadro V-1

OFERTA E PROCURA DE BENS PRESENTES

Fornecedores de bens presentes (Poupadores ou consumidores de bens futuros)		*Consumidores de Bens Presentes (Fornecedores de Bens Futuros)*		
Capitalistas 1.ª etapa = 80 + 10 = 90	→	80 para Capitalistas 2.ª etapa	+	10 para fatores originais
Capitalistas 2.ª etapa = 60 + 12 = 72	→	60 para Capitalistas 3.ª etapa	+	12 para fatores originais
Capitalistas 3.ª etapa = 40 + 14 = 54	→	40 para Capitalistas 4.ª etapa	+	14 para fatores originais
Capitalistas 4.ª etapa = 20 + 16 = 36	→	20 para Capitalistas 5.ª etapa	+	16 para fatores originais
Capitalistas 5.ª etapa = 0 + 18 = 18	→			18 para fatores originais
		200 Total procura dos proprietários dos bens de capital		70 Total procura dos fatores de produção originais (terra e trabalho)
Oferta total de Bens Presentes	270 u.m. =	POUPANÇA E INVESTIMENTO = (BRUTOS)		270 u.m. Procura Total de bens Presentes

período é igual à soma de todas as transações em termos de unidades monetárias ocorridas de baixo para cima nesse período e cujos detalhes podem ser observados no Quadro V-2.

Neste quadro, podemos observar que *o rendimento bruto* durante o período é de 370 unidades monetárias, das quais 100 correspondem *ao rendimento líquido*, que é gasto integralmente em bens de consumo final, e 279 à oferta total de bens presentes ou poupança, que coincide com a demanda bruta total de bens presentes durante o período. A proporção existente entre o rendimento bruto e a rendimento líquido do período é de que aquela é 3,7 vezes maior do que esta, de acordo com os cálculos que realizamos no Quadro V-2. Ou seja, existe uma relação entre a quantidade de unidades monetárias gastas em bens de consumo e a quantidade muito superior que se gasta em bens de capital, que é representada, precisamente, pela proporção existente entre a área descoberta correspondente à etapa final de bens de consumo e a área coberta correspondente às etapas apresentadas no Gráfico V-1 (incluindo a parte superior representativa da rendimento monetário líquido dos fatores de produção). Assim, é fato inquestionável que *a quantidade de moeda que se gasta em bens de produção durante qualquer período de tempo é, de longe, muito superior à quantidade de moeda que se gasta durante esse mesmo período em bens e serviços de consumo*. E é curioso observar que até mentes brilhantes como a de Adam Smith erraram de modo lamentável na apreciação desse fato econômico fundamental. De fato, para Adam Smith: *"the value of the goods circulated between the different dealers, never can exceed the value of those circulated between the dealers and consumers; whatever is bought by the dealers, being ultimately destined to be sold to the consumers."*[35]

Crítica dos indicadores utilizados pela Contabilidade Nacional

O valor do rendimento bruto, tal como a definimos e calculamos, bem como a distribuição entre as diferentes etapas do processo produtivo, é de capital importância para a compreensão adequada do processo econômico que ocorre na sociedade. De fato, a estrutura de etapas de

[35] Adam Smith, *The Wealth of Nations*, Livro II, Cap. II, p. 390 do vol. I da edição original de 1776 já citada (p. 306 da edição de E. Cannan de Modern Library, Nova York 1937 e 1965; e p. 322 do vol. I da *Glasgow Edition*, de Oxford University Press, Oxford 1976). Como refere Hayek corretamente (*Prices and Production*, ob. cit., p. 47) é importante realçar que a autoridade de Adam Smith em relação a este tema induziu muitos autores em erro, tendo o seu argumento sido utilizado, por exemplo, para justificar as doutrinas erradas da banking school, entre outros, por Thomas Tooke na sua obra *An Inquiry into the Currency Principle*, 2.ª edição, Longmans, Londres 1844, p. 71.

bens de capital e o valor em unidades monetárias não é uma medida que, depois de obtida, possa ser mantida de forma automática e indefinida independentemente das decisões humanas dos empresários, que, deliberada e continuadamente, passam por aumentar, manter ou reduzir as etapas de produção iniciadas no passado. Ou seja, a manutenção de uma determinada estrutura de etapas de produção ou sua alteração, por estreitamento ou alargamento depende única e exclusivamente da decisão subjetiva dos empresários de cada etapa sobre ser benéfico reinvestir a mesma proporção de rendimentos monetários que vinham recebendo ou se, pelo contrário, acreditar ser mais benéfico modificar tal proporção, aumentando-a ou diminuindo-a. Nas palavras de Hayek:

> *The money stream which the entrepreneur representing any stage of production receives at any given moment is always composed of net income which he may use for consumption without disturbing the existing method of production, and of parts which he must continuously re-invest. But it depends entirely upon him whether he re-distributes his total money receipts in the same proportions as before. And the main factor influencing his decisions will be the magnitude of the profits he hopes to derive from the production of his particular intermediate product.*[36]

Não existe, portanto, qualquer lei natural que obrigue os empresários a investirem o rendimento na mesma proporção em que investiram os bens de capital. Essa, proporção dependerá das circunstâncias específicas de cada momento e, em particular, das expectativas quanto aos lucros que esperam obter em cada etapa do processo de produção. Isto significa que, do ponto de vista analítico, é muito importante o enfoque na evolução das quantidades *brutas* de rendimento que o diagrama apresenta, e não apenas, como é habitual, no valor líquido. Assim, verificamos que mesmo com uma poupança líquida igual a zero, é mantida uma estrutura de produção com poupança e investimento brutos muito dispendiosos, muitas vezes superior até ao que se

[36] F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., p. 49. Este importante parágrafo poderia ser traduzido da seguinte forma: "A corrente monetária que cada empresário pertencente a qualquer etapa do processo produtivo recebe em um dado período é sempre composta pelo rendimento líquido que pode usar para o consumo sem afetar a estrutura produtiva existente e de partes que deve reinvestir de forma contínua. Mas a redistribuição ou não da totalidade dos rendimentos nas mesmas proporções do passado depende inteiramente dele. E o principal fator a influenciar as decisões será a magnitude dos lucros que espera obter da produção de uma produto imediato particular." É precisamente por isso que não faz sentido a concepção do capital como um fundo homogêneo que se auto-reproduz isoladamente. Esta ideia, defendida por J. B. Clark e F. H. Knight, é a base teórica (juntamente com a concepção do equilíbrio geral) do tão mantido modelo do "fluxo circular do rendimento" apresentado em quase todos os manuais de Economia, apesar de se tratar de uma teoria que induz em erro, uma vez que não dá conta da estrutura temporal por etapas do processo produtivo do nosso Gráfico V-1 (ver também a nota 39).

Quadro V-2
RENDIMENTO BRUTO E RENDIMENTO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

Rendimento Bruto do Exercício
100 u.m. de consumo final + 270 u.m. de Oferta total de bens presentes
(Poupança ou Investimento brutos de acordo com o Quadro V-1)
Total Rendimento Bruto

	Rendimento Líquido do exercício		
a) Rendimento Líquido dos Capitalistas (lucro contábil ou juros de cada etapa)	Capitalistas 1.ª etapa:	100 – 90 =	10
	Capitalistas 2.ª etapa:	80 – 72 =	8
	Capitalistas 3.ª etapa:	60 – 54 =	6
	Capitalistas 4.ª etapa:	40 – 36 =	4
	Capitalistas 5.ª etapa:	20 – 18 =	2
	Total de lucros contábil (juros) ou rendimento líquido dos capitalistas de cada etapa:		30 u.m.
b) Rendimento Líquido dos Fatores de produção originais	Proveniente da 1.ª etapa:		10
	Proveniente da 2.ª etapa:		12
	Proveniente da 3.ª etapa:		14
	Proveniente da 4.ª etapa:		16
	Proveniente da 5.ª etapa:		18
Total rendimento líquido dos fatores de produção originais:			70 u.m.
Total Rendimento Líquido = Total Consumo			100 u.m.

CONCLUSÃO:
O Rendimento Bruto do Exercício é igual a 3,7 vezes o Rendimento Líquido

gasta em bens e serviços de consumo durante cada período produtivo. Desta forma, o verdadeiramente importante é o estudo da poupança e do investimento bruto, ou seja, do valor agregado, em termos monetários, das etapas de bens intermédios anteriores ao consumo final, um montante que se mantém oculto caso nos centremos exclusivamente no estudo da evolução dos indicadores contábeis em termos líquidos.

É por isso que devemos ser especialmente críticos dos indicadores tradicionais da contabilidade nacional. Assim, por exemplo, a definição

tradicional de "Produto Nacional Bruto" (PNB), apesar de conter a palavra "bruto", não reflete de forma alguma o verdadeiro rendimento bruto que é gasto ao longo do exercício em toda a estrutura produtiva. Por um lado, os números do PNB escondem a existência de diferentes etapas no processo produtivo e, por outro, o que é ainda mais grave e significativo, o Produto Nacional Bruto, apesar de ser classificado como "bruto", *não reflete o gasto bruto monetário total de todas as etapas ou setores produtivos da economia*, uma vez que no cálculo só é levada em conta a produção de bens e serviços entregues aos usuários *finais*. De fato, ao tomar por base um estrito critério contábil de valor agregado alheio às realidades fundamentais da Economia, adiciona apenas o valor dos bens e serviços de consumo e dos bens de capital finais que são terminados durante o exercício, *sem incluir os demais produtos intermediários que fazem parte das etapas do processo produtivo e que passam de uma etapa a outra ao longo do exercício econômico*.[37] Assim, somente uma pequena proporção do total de bens de capital se encontra incluída nos valores do Produto Nacional Bruto. De fato, o PNB inclui o valor das vendas de bens de capital fixo e duradouro, como os imóveis os veículos industriais, o maquinário, a ferramentas, os computadores, etc. que são terminados e vendidos aos usuários finais durante o exercício, sendo, pois, considerados, bens *finais*. No entanto, não inclui, de forma nenhuma, o valor dos bens de capital circulante, dos produtos intermediários não duradouros, nem dos bens de capital ainda não terminados ou

---

[37] Assim, como refere, por exemplo, Ramón Tamames, o Produto Nacional Bruto a preços de mercado "pode ser definido como a soma do valor de todos os bens e serviços finais produzidos em uma nação em um ano... Falamos de bens e serviços finais porque se excluem os de aspecto intermédio para evitar o cálculo duplicado de um mesmo valor." *Fundamentos de estrutura económica*, Alianza Universidad, 10.ª edição revista, Madrid 1992, p. 304. Pode também ser consultado o recente livro de Enrique Viaña Remis, *Lecciones de contabilidad nacional*, Editorial Cívitas, Madrid 1993, onde o autor afirma que "a distinção entre *inputs* intermediários e a depreciação deu origem à convenção de que os primeiros estão excluídos do valor acrescentado, ao passo que os segundos estão incluídos. Assim, distingue-se entre valor agregado bruto, que inclui a depreciação, e valor agregado líquido, que a exclui. Por conseguinte, tanto o produto como o rendimento podem ser brutos ou líquidos, tendo em conta se incluem ou excluem a depreciação (p.39)." Como pode ser verificado, o qualificativo "bruto" é usado para descrever um montante que continua a ser líquido, uma vez que exclui todo o valor dos *inputs* intermediários. Nem sempre os manuais dedicados à contabilidade nacional ignoraram a enorme importância dos produtos intermediários e, dessa forma, a obra clássica *The Social Framework of the American Economy: An Introdution to Economics*, de J.R. Hicks and Albert G. Hart (Oxford University Press, Nova York, 1945) refere explicitamente a grande importância da dimensão temporal em todo o processo de produção de bens de consumo (o exemplo concreto utilizado é o da produção de pão), explicando pormenorizadamente as diferentes etapas necessárias de produtos intermediários para chegar ao bem final de consumo. Hicks e Hart concluem (pp. 35-36) que "os produtos resultantes das *primeiras etapas* são úteis, mas não diretamente para satisfazer as necessidades dos consumidores. A utilidade deve ser encontrada no emprego nas *etapas posteriores*, no final das quais surgirá um produto solicitado pelos consumidores [...] Um bem de produção pode estar tecnicamente terminado, no sentido em que a operação necessária para a sua produção foi concluída, mas ainda em processo, no que diz respeito à própria etapa. Em qualquer dos casos, é um bem de produção, porque foram necessárias três etapas antes do resultado de todo o processo ter passado para as mãos do consumidor. *No final de todo o processo de bens de consumo, os de produção são meras etapas no caminho que leva aos primeiros*" (itálico acrescentado).

que, tendo já sido terminados, passem de uma etapa para outra ao longo do processo de produção. Como é óbvio, esses bens são diferentes dos bens intermediários concretos que, durante o mesmo período, se incorporam em cada bem final (por exemplo, o carburador "bem intermediário" não é a mesma coisa que o carburador já montado no veículo "bem final"). Ou seja, o Produto Nacional Bruto tem apenas em conta o capital fixo ou duradouro terminado, mas não o circulante, sendo que, contabilmente, se efetua uma distinção entre ambos, que, do ponto de vista econômico, carece de sentido. Em contraste, os números de Rendimento Social Bruto do Quadro V-2 incluem a produção bruta de todos os bens de capital, terminados ou não, duradouros ou circulantes, bem como de todos os bens e serviços de consumo produzidos durante o exercício econômico.

Em suma, o Produto Nacional Bruto é um indicador agregado de valores agregados que exclui a parte mais importante dos bens intermediários. A única razão apontada pelos teóricos de contabilidade nacional para utilizar tal indicador reside no fato de que com este descritor evitam o problema da "contagem dupla". Contudo, do ponto de vista da teoria econômica, este argumento tem por base uma concepção muito estreita de contabilidade e é muito perigoso, uma vez que exclui do cálculo o enorme volume de esforço empresarial que todos os anos é dedicado à produção de bens intermediários, a parte mais importante da atividade econômica, que, ainda assim e de acordo com os números do Produto Nacional Bruto, não se considera valer a pena avaliar de alguma forma. Para ficarmos com uma ideia dos montantes envolvidos, podemos indicar que o Rendimento Social Bruto, calculado de acordo com o nosso critério, de um país avançado como o Estados Unidos da América supera em mais do dobro o total do seu Produto Nacional Bruto oficial.[38]

Assim, os valores tradicionais da contabilidade nacional tendem a eliminar de uma penada a importância central das etapas intermediárias no

[38] Na obra *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 191-192, Mark Skousen propõe a introdução de uma nova conta na contabilidade nacional que se denominaria "*gross national output*" e que corresponde ao nosso Rendimento Social Bruto. No que diz respeito ao Rendimento Social Bruto, ou "*gross national output*" que poderia ser calculado para os Estados Unidos, Skousen conclui o seguinte: "*First, Gross National Output (GNO) was nearly double Gross NActional Produt (GNP), thus indicating the degree to which GNP underestimates total spending in the economy. Second, consumption represents only 34 percent of total nActional output, far less than what GNP figures suggest (66 percent); Third, business outlays, including intermediate inputs and gross private investment, is the largest setor of the economy, 56 percent larger than the consumer-goods industry. GNP figures suggest that the capital-goods industry represents a minuscule 14 percent of the economy.*" Todos os montantes são referentes aos dados da contabilidade nacional dos Estados Unidos para 1982. Como vamos ver adiante quando falarmos do ciclo econômico, os montantes tradicionais do Produto Nacional Bruto têm o gravíssimo defeito teórico de ocultar as significativas oscilações que, ao longo do ciclo, se produzem nas etapas intermediárias do processo produtivo. Os valores do Rendimento Social Bruto, pelo contrário, incluiriam integralmente as flutuações. Ver, ainda, os dados no final da nota 20 do capítulo VI para o ano de 1986. Por fim, aparentemente, o "Commerce Department's Bureau of Economic Analysis" começou finalmente a publicar séries de Rendimento Social Bruto com o nome de "*Gross Output*".

processo de produção e, concretamente, ignoram o fato inquestionável de que tal manutenção não está garantida, resultando, antes, de um conjunto contínuo e contingente de decisões concretas de tipo empresarial que dependem dos lucros contábeis esperados e da taxa social de preferência temporal ou taxa de juro. A utilização do Produto Nacional Bruto na contabilidade nacional supõe, quase inevitavelmente, que a produção é instantânea e não exige tempo, ou seja, que não existem etapas intermediárias do processo de produção e que a preferência temporal é irrelevante para determinar a taxa de juro. Em suma, os valores do rendimento nacional eliminam totalmente a parte mais significativa e importante do processo produtivo e, além disso, fazem-no de forma camuflada, uma vez que, paradoxalmente e embora incluam na designação o qualificativo "bruto", fazem com que os peritos e não peritos na matéria não se apercebam da parte mais importante da estrutura de produção de cada país.[39]

Caso os indicadores da contabilidade nacional fossem modificados, de forma a se tornarem realmente "brutos" e a incluírem, assim, todos os produtos intermediários, seria possível seguir a proporção do montante gasto anualmente em bens e serviços de consumo em relação ao montante gasto em todas as etapas intermediárias. Esta proporção é determinada, em última instância, pela taxa social de preferência temporal, que estabelece a relação existente entre a poupança ou o investimento bruto e o consumo. É evidente que quanto mais reduzida for a preferência temporal, e, logo, maior for a poupança gerada na sociedade, maior será a proporção representada pela poupança e pelo investimento bruto em relação ao consumo final. Pelo contrário, uma preferência temporal elevada indica que as taxas de juro serão altas e que a proporção entre a poupança ou o investimento bruto e o consumo diminuirá. Uma coordenação intertemporal adequada das

---

[39] Como refere Murray N. Rothbard, o caráter líquido do Produto Nacional Bruto leva, indefetivelmente, a que se considere que o capital é um fundo perpétuo, que se auto-reproduz sozinho sem necessidade de decisões específicas por parte dos empresários. Esta é a doutrina "mitológica" que foi defendida por J. B. Clark e Frank H. Knight e que constitui a base conceitual do atual sistema de contabilidade nacional. Assim, este sistema é não mais do que a manifestação estatística e contabilística da conceitualização errada da teoria do capital promovida por estes autores. Rothbard conclui: "*to maintain this dotrine it is necessary to deny the stage analysis of production and, indeed, to deny the very influencie of* time *in production*" (Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., p. 343). Acresce que o atual método de cálculo do Produto Nacional Bruto exagera em grande medida a importância do consumo para a economia, levando à impressão errada de que a parte mais importante do produto nacional se materializa em bens e serviços de consumo, em vez de em bens de investimento. Isto explica ainda que a maioria dos agentes envolvidos, economistas, políticos, jornalistas e funcionários tenham uma ideia distorcida de como funciona a Economia e que, ao pensar que o setor do consumo final é o mais importante da mesma, concluam que a melhor maneira de desenvolver economicamente um país é estimulando o consumo e não o investimento. Sobre este aspecto, consulte-se F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., pp. 47-49, especialmente a nota 2 da p. 48, Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., p. 190, e George Reisman, "The Value of 'Final Produts' Counts Only Itself", *The American Journal of Economics and Sociology,* vol. 63, n.º 3, Julho 2004, pp. 609-625, e *Capitalism*, Jameson Books, Ottawa, Illinois 1996, pp. 674 e ss.

decisões dos agentes econômicos em uma sociedade moderna exige que este processo de adaptação da estrutura de produção às diferentes taxas sociais de preferência temporal se efetue rápida e eficientemente, o que é algo que o próprio espírito empresarial de busca de lucros acaba por garantir, uma vez que, como já referimos, existe a tendência de harmonização dos mesmos ao longo das etapas. Caso se pretenda obter um indicador estatístico que, em vez de esconder, esclareça o tanto quanto possível esse importante processo de coordenação intertemporal, torna-se necessária a substituição do atual cálculo do Produto Nacional Bruto por outro que inclua o Rendimento Social Bruto, tal como o definimos.[40]

2
Efeito sobre a estrutura de produção do aumento do crédito financiado com base em aumento prévio da poupança voluntária

As três formas diferentes do processo de poupança voluntária

Na presente seção, vamos analisar detidamente o que acontece com a estrutura produtiva quando, por qualquer motivo, os agentes econômicos diminuem a taxa de preferência temporal, ou seja, quando decidem aumentar a poupança ou oferta de bens presentes. Isto pode ser verificado de qualquer das seguintes formas:

Em *primeiro lugar*, é possível que os capitalistas das diferentes etapas da estrutura produtiva decidam, a partir de determinado momento, modificar a proporção em que vinham *reinvestindo* os rendimentos derivados da atividade produtiva. Ou seja, como já sabemos, nada garante a continuidade, de um período para outro, da proporção que os capitalistas de uma etapa produtiva voltam a gastar de rendimen-

[40] As tabelas *input-output* obstam parcialmente as insuficiências da contabilidade nacional tradicional, uma vez que permitem calcular o montante correspondente a *todos* os produtos intermediários. No entanto, embora a análise *input-ouput* se mova na direção correta, também tem limitações importantes. Em particular, o fato de refletir apenas duas dimensões, uma vez que relaciona os diferentes setores industriais com os fatores de produção diretamente utilizados nos mesmos, mas não com os fatores de produção que, sendo utilizados, correspondem a etapas mais afastadas. Ou seja, a análise *input-output* não dá conta do conjunto sucessivo de etapas intermediárias até chegar a qualquer etapa ou bem intermédiário ou ao bem final de consumo, apenas agrega ou relaciona cada setor com o fornecedor direto. Além disso, as tabelas *input-output*, devido ao grande custo e complexidade, só são elaboradas em alguns intervalos de anos (nos Estados Unidos de cinco em cinco anos), pelo que o valor das estatísticas para calcular o Rendimento Social Bruto de cada exercício é muito pequeno. Ver Mark Skousen: *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 4-5.

tos que recebem de tal etapa, em bens de capital de etapas anteriores, em mão-de-obra e em recursos naturais. Pelo contrário, pode muito bem acontecer que os capitalistas decidam aumentar a oferta de bens presentes. Isto é, que decidam gastar uma proporção maior dos rendimentos que recebem por período no reinvestimento em aquisição de serviços e de bens de capital, bem como de fatores de produção originais (trabalho e recursos naturais). Nesse caso, a margem de lucro contábil diminuirá a curto prazo, o que equivale, como sabemos, a uma tendência para a diminuição da taxa de juro de mercado. A margem de lucro baixa como resultado do aumento dos custos monetários em relação aos rendimentos. Os capitalistas estão dispostos a assumir esta diminuição dos lucros contábeis temporariamente, uma vez que esperam assim alcançar, em um futuro mais ou menos longínquo, lucros totais maiores do que os que obteriam se não tivessem alterado o seu comportamento.[41] Uma vez que o mercado em que se trocam bens presentes por bens futuros é constituído, como já sabemos, por toda a estrutura de etapas de produção da sociedade, este processo de aumento da poupança e da materialização em novos investimentos constitui, frequentemente, a área onde se dá o aumento da poupança e do investimento na sociedade.

Em *segundo lugar*, é possível que os proprietários dos fatores de produção originais (trabalhadores e proprietários dos recursos naturais) decidam não consumir, como no passado, o montante integral do seu rendimento social líquido (e que no nosso exemplo do Gráfico V-1 era de setenta unidades monetárias). Em vez disso, podem, a partir de determinado momento, decidir-se por uma redução do consumo, investido as unidades monetárias que já não dediquem à compra de bens e serviços de consumo final nas etapas produtivas que decidam empreender *diretamente* como capitalistas (incluindo nesta categoria os membros de cooperativas). Embora exista a possibilidade de que este procedimento se verifique no mercado, em termos quantitativos, a importância não costuma ser muito elevada na vida real.

Em *terceiro lugar*, é possível que não só os proprietários dos fatores de produção originais (trabalhadores e recursos naturais), mas tam-

---

[41] Como é lógico, o aumento esperado dos lucros é em termos absolutos e não relativos. De fato, lucros que representem, por exemplo, 10% de 100 u.m. (10 u.m.) são muito inferiores a lucros que representem 8% de 150 u.m. (12 u.m.). Embora a taxa de juro contábil diminua, precisamente como resultado da menor preferência temporal gerada pelo aumento da poupança e do investimento, os lucros contábeis em termos absolutos crescem 20%, ou seja, de 10 a 12 u.m. Isto é o que costuma acontecer nas etapas mais afastadas do consumo durante o processo que estamos a considerar. No que respeita às etapas mais próximas do consumo, recorde-se que, como é referido no texto principal, a comparação é feita não como os lucros passados, mas com os que se estima que se teriam obtido se não tivesse havido alteração da estratégia de investimento empresarial.

bém os capitalistas, à proporção que recebem rendimentos líquidos em forma de lucros contábeis ou juros de mercado, decidam, a partir de determinado momento, não consumir o montante integral dos rendimentos líquidos, dedicando uma parte das mesmas a *empréstimos* aos capitalistas das diferentes etapas do processo de produção, para que estes ampliem as atividades, comprando mais bens de capital de etapas anteriores e um volume mais elevado de fatores de produção originais. Este terceiro procedimento é levado a cabo por intermédio do *mercado de créditos* que, como já indicamos, embora não seja o mais conspícuo e chamativo na vida econômica real, tem uma importância *secundária* e um papel *subsidiário* em relação ao mercado mais geral no qual se compram e vendem bens presentes em troca de bens futuros, por meio de auto-financiamento ou reinvestimento de bens presentes efetuado diretamente pelos capitalistas nas etapas produtivas (primeiro e segundo procedimento de poupança-investimento referidos atrás). Embora importante, o sistema de poupança tem habitualmente uma relevância secundária em relação à dos primeiros procedimentos de aumento de poupança que descrevemos acima. No entanto, é preciso reconhecer que a existe uma relação muito estreita entre os fluxos de poupança e investimento dos dois procedimentos, e que, de fato, ambos os setores do "mercado de tempo" — o setor geral da estrutura produtiva e o particular do mercado de créditos — se comportam como verdadeiros vasos comunicantes.

A CONTABILIDADE DA POUPANÇA CANALIZADA PARA EMPRÉSTIMOS

Do ponto de vista econômico, qualquer destes três procedimentos de aumento de poupança têm as seguintes consequências: um aumento na oferta de bens presentes por parte dos poupadores, que transferem os bens presentes para os proprietários dos recursos originais e dos fatores materiais de produção (bens de capital) provenientes de etapas produtivas anteriores. Concretamente, seguindo o mesmo exemplo de contabilidade que apresentamos no capítulo IV, os lançamentos de contabilidade do terceiro procedimento que vimos seriam os seguintes:

Em primeiro lugar, aquele que tivesse poupado e emprestado os recursos em forma de bens presentes faria o seguinte lançamento:

(74)

Ativo		Passivo	
1.000.000 Empréstimo concedido		Caixa	1.000.000

Como podemos verificar, este lançamento é o registo contábil do fato de que o poupador oferece um milhão de unidades monetárias de bens presentes, às quais renuncia, assim perdendo a total disponibilidade das mesmas e transferindo-a para um terceiro, por exemplo, o empresário de uma determinada etapa de produção, que recebe as unidades monetárias como um empréstimo, cujo diário de contabilidade se faria o seguinte lançamento:

(75)

Ativo	Passivo	
1.000.000 Caixa	Empréstimo recebido	1.000.000

O empresário que recebe tais bens presentes os usará para adquirir: (1) bens de capital das etapas produtivas anteriores; (2) serviços do fator trabalho; (3) recursos naturais. Graças a este terceiro procedimento, os poupadores que não pretenderem se envolver diretamente na atividade de qualquer uma das atividades produtivas podem poupar e investir via mercado de créditos realizando um contrato de empréstimo. Indiretamente, o resultado deste processo acaba por ser idêntico ao já visto nos dois primeiros procedimentos de aumento voluntário de poupança.

A problemática do empréstimo ao consumo

Poderia argumentar-se que, por vezes, os empréstimos não são concedidos aos empresários das etapas de produção, para lhes permitir alargar os processos produtivos por meio de investimento, mas antes aos consumidores *que compram os produtos finais*. Em relação a esse aspecto, é preciso notar, em primeiro lugar, que a própria natureza dos dois primeiros procedimentos de aumento de poupança já descritos exclui o uso dos recursos poupados em consumo. Só é possível conceber o empréstimo ao consumo em um mercado de créditos, que, como já sabemos, tem um papel subsidiário e uma importância secundária em relação ao mercado total no qual se oferecem e compram bens presentes em troca de bens futuros. Em segundo lugar, na maior parte das vezes o empréstimo ao consumo é concedido para financiar a aquisição de *bens de consumo duradouro* que, como já vimos em seções anteriores,[42] *em última análise, podem sem comparados a bens de capital que se mantêm ao longo de um número sucessivo de etapas de produção enquanto dura a capacidade do bem de consumo duradouro para garantir serviços ao seu proprietário*. Nestas circunstâncias, as mais comuns no que respeita ao crédito

---

[42] Ver as notas 32 e 33 anteriores.

ao consumidor, os efeitos econômicos no que toca ao estímulo ao investimento e alargamento das etapas produtivas são *idênticos* aos de qualquer outro aumento da poupança diretamente investido em bens de investimento de qualquer etapa da estrutura produtiva, *não se podendo deles distinguir*. Assim, só um hipotético empréstimo ao consumo destinado a financiar a despesa corrente em bens de consumo não duradouros de uma economia doméstica teria o efeito de aumentar direta e imediatamente o consumo corrente final. No entanto, e ainda que possa se considerar muito pouco importante, a existência de crédito destinado ao consumo corrente final no mercado indica que existe uma certa procura latente de crédito por parte dos consumidores. Dada a ligação existente entre todos os setores do mercado de bens presentes e futuros, uma vez satisfeita esta procura residual de crédito ao consumo corrente, libertam-se a maior parte dos recursos reais poupados para serem investidos nas etapas de produção mais afastadas do consumo.

Efeitos da poupança voluntária sobre a estrutura produtiva

Vamos agora passar a explicar de que forma o sistema de preços e a capacidade de coordenação da função empresarial de um mercado livre fazem espontaneamente com que a diminuição na taxa social de preferência temporal, e o correspondente aumento da poupança, se consubstancie em uma modificação da estrutura de etapas produtivas da sociedade, que tende a tornar-se mais complexa e duradoura e, a longo prazo, significativamente mais produtiva. Em síntese, explicaremos um dos mais importantes processos de coordenação de toda a economia. Infelizmente, como resultado da influência das teorias monetarista e keynesiana (que iremos estudar criticamente no capítulo VII), este processo foi, durante pelo menos duas gerações de economistas, quase completamente ignorado nas generalidade dos livros de texto e dos programas de estudo de economia, o que levou a que a maioria dos economistas atuais desconheçam o funcionamento de um dos processos de coordenação mais importantes da economia de mercado.[43]

[43] Como aluno de economia durante a segunda metade dos anos 1970, pude constatar que em nenhum dos cursos de Teoria Econômica me foi explicado de que forma o aumento da poupança afetava a estrutura produtiva, mas apenas o modelo keynesiano do "paradoxo da poupança" que, como é sabido, condena *prima facie* o aumento de poupança a nível social, por diminuir a procura efetiva. Embora seja verdade que Keynes se referiu expressamente à tese da "teoria do paradoxo", não é menos certo que esta tem origem no levar às últimas consequências "lógicas" os princípios econômicos por ele enunciados: *"If governments should increase their spending during recessions, why should not households? If there were no principles of 'sound finance' for public finance, from where would such principles come for family finance? Eat, drink and be merry,*

Para efeitos de análise, vamos começar por considerar uma situação extrema que, porém, vai ser de grande utilidade para ilustrar graficamente e compreender melhor os processos envolvidos. Esta situação consiste em supor que, *de repente*, os agentes econômicos decidem poupar 25 por cento dos seus rendimentos. Partindo do exemplo gráfico e numérico da seção anterior, no qual supúnhamos que cem unidades monetárias constituíam o rendimento líquido, correspondente aos fatores originais de produção e aos juros recebidos dos capitalistas, que era gasto integralmente em bens de consumo, vamos agora considerar que, como consequência de uma diminuição da preferência temporal, os agentes econômicos decidem *renunciar* a 25%, ou seja, uma quarta parte, do consumo que vinham a efetuar, poupando os correspondentes recursos e oferecendo o excesso de bens presentes a potenciais clientes. Depois deste aumento de poupança voluntária, surgem três consequências simultâneas que, pela sua grande importância, vamos agora estudar separadamente.[44]

---

for in the long-run are all dead." Clifford F. Thies, "The Paradox of Thrift: RIP", *Cato Journal*, vol. 16, n.º 1 (Primavera-Verão 1996), p. 125. Ver ainda o que dissemos sobre o tratamento deste tema no manual de Samuelson na nota 57.

[44] De acordo com Turgot, o primeiro a enfrentar e resolver este problema, ainda de forma rudimentar mas já com todos os elementos essenciais de uma explicação definitiva, foi o grande Eugen von Böhm-Bawerk no vol. II da sua obra maior *Capital e Juros*, publicada em 1889 (*Kapital und Kapitalzins: Positive Theorie des Kapitales*, ob. cit., 1889, p. 124-125). Pela importância da obra, reproduziremos a seguir o texto da edição inglesa de *Capital and Interest* em que Böhm-Bawerk apresenta o problema do crescimento da poupança voluntária em uma economia de mercado e as forças que levam a um alargamento da estrutura produtiva da mesma: suponhamos, disse Böhm-Bawerk que:
"Each individual consumes, on the average, only three- quarters of his income and saves the other quarter, then obviously there will be a falling off in the desire to buy consumption goods and in the demand for them. Only three-quarters as great a quantity of consumption goods as in the preceding case will become the subjet of demand and of sale. If the entrepreneurs were nevertheless to continue for a time to follow the previous disposition of production and go on bringing consumption goods to the market at a rate of a full 10 million labor-years annually, the oversupply would soon depress the prices of those goods, render them unprofitable and hence induce the entrepreneurs to adjust their production to the changed demand. They will see to it that in one year only the produt of 7.5 million labor-years is converted into consumption goods, be it through maturAction of the first annual ring or be it through additional present production. The remaining 2.5 million labor-years left over from the current annual allotment can be used for increasing capital. And it will be so used. [...] *In this way it is added to the nation's produtive credit, increases the producer's purchasing power for produtive purposes, and so becomes the cause of an increase in the demand for production goods, which is to say intermediate produts. And that demand is, in the last analysis, what induces the managers of business enterprises to invest available produtive forces in desired intermediate produt ... If individuals do save, then the change in demand, once more through the agency of price, forces the entrepreneurs into a changed disposition of produtive forces. In that case fewer produtive powers are enlisted during the course of the year for the service of the present as consumption goods,* and there is a correspondingly greater quantity of produtive forces tied up in the transitional stage of intermediate produts. *In other words, there is an increase in capital, which redounds to the benefit of an enhanced enjoyment of consumption goods in the future".*
Eugen von Böhm-Bawerk, *Capital and Interest*, vol. II: *Positive Theory of Capital*, ob. cit., pp. 112-113 (grifos nossos).

Primeiro: o efeito decorrente da disparidade de lucros entre as diferentes etapas produtivas

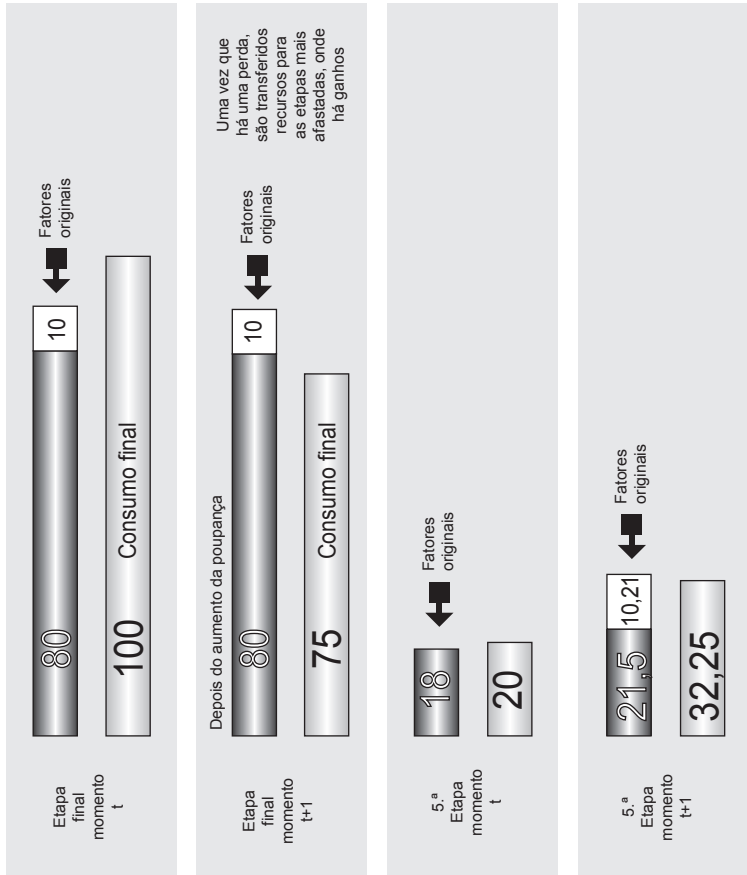
Se existir um aumento da poupança social em um quarto do rendimento líquido, é evidente que a oferta monetária total de bens de consumo será reduzida na mesma proporção. No gráfico V-2, ilustramos o efeito deste processo sobre a etapa final do consumo e sobre os lucros contábeis das empresas dedicadas a essa etapa.

Como se pode observar no gráfico V-2, antes do aumento da poupança, eram consumidas cem unidades monetárias de rendimento líquido em empresas dedicadas a vender bens de consumo final que, anteriormente, tinham incorrido em um total de gastos de noventa unidades monetárias: oitenta unidades correspondentes à aquisição de bens de capital da etapa imediatamente anterior e dez unidades monetárias pagas pelos fatores de produção originais contratados na última etapa (trabalhadores e recursos naturais). Isto determinava um lucro contábil de dez unidades monetárias, equivalente a uma taxa de juro próxima dos 11%, que, como vimos na seção anterior, era *a taxa de juro de mercado com a qual tendiam a harmonizar-se os lucros contábeis de todas as etapas produtivas, tanto das mais próximas como das mais afastadas do consumo final*.

Ora, supondo que há um aumento de poupança na ordem dos 25% do rendimento líquido, a situação na etapa final do consumo é a que descrevemos no Gráfico V-2 no momento t + 1. Logo depois do aumento da poupança, é possível observar que a demanda monetária de bens de consumo final se reduz, em cada período, de cem para setenta e cinco unidades monetárias. No entanto, esta diminuição nos rendimentos monetários das empresas dedicadas à etapa final do processo de produção não é acompanhada por uma diminuição imediata dos gastos. Pelo contrário, na contabilidade, tais empresas registam gastos invariáveis de noventa unidades monetárias correspondentes, tal como no caso anterior, a oitenta unidades despendidas em bens de capital da etapa anterior (maquinário, fornecedores, produtos intermediários, etc.) e dez unidades monetárias em pagamento dos fatores de produção originais (trabalho e recursos naturais). Como resultado do aumento da poupança se dá, pois, um *perda contábil* de quinze unidades monetárias nas empresas dedicadas à etapa final do consumo. Este valor sobe para vinte e cinco se tivermos em conta o custo de oportunidade decorrente do fato de os empresários não só sofrerem da referida perda contábil, mas também de *deixarem de ganhar* as dez unidades monetárias que os capitais investidos noutras etapas produtivas geram como juros. Assim, podemos concluir que todo *o aumento*

Etapa final momento t

80 | 10 ← Fatores originais

100 Consumo final

Total receitas = 100
Total gastos = 90
Lucro contabilístico = +10

(Juros aproximados 11%)

Etapa final momento t+1

Depois do aumento da poupança

80 | 10 ← Fatores originais

75 Consumo final

Uma vez que há uma perda, são transferidos recursos para as etapas mais afastadas, onde há ganhos

Total receitas = 75
Total gastos = 90
Lucro contabilístico = -15

(Juros não recebidos): -10
Total de perda = -25

5.ª Etapa momento t

18 ← Fatores originais

20

Total receitas = 20
Total gastos = 18
Lucro contabilístico = +2

(Juros aproximados 11%)

5.ª Etapa momento t+1

21,5 | 10,21 ← Fatores originais

32,25

Total receitas = 32,25
Total gastos = 31,71
Lucro contabilístico = +0,54

(Juros aproximados 1'70%)

da poupança gera perdas relativas significativas ou diminuições dos lucros contábeis nas empresas que exercem a atividade mais perto do consumo final.

No entanto, é preciso recordar que o setor do consumo é apenas uma parte relativamente pequena da estrutura produtiva total da sociedade e que o montante de unidades monetárias gastas no consumo final é apenas uma fração do rendimento social bruto de todas as etapas do processo produtivo. Assim, o fato de haver perdas contábeis na etapa final não afeta imediatamente as etapas anteriores ao consumo, que continuam a apresentar uma diferença positiva entre as receitas e as despesas, semelhante à que tinham antes do aumento da poupança. Só depois de um período alargado de tempo o efeito depressor do aumento da poupança sobre a etapa final dos bens de consumo começará a ser sentido nas etapas mais próximas do mesmo, tornando-se mais fraco à medida que nos elevemos para etapas produtivas relativamente mais afastadas do consumo final. Em todo o caso, os lucros contábeis das etapas mais afastadas do consumo tenderão a ser constantes, como se mostra no Gráfico V-2, quinta etapa, momento t. Pode verificar-se que esta etapa continua a manter um lucro contábil de 11%, resultado de um total de receitas de vinte unidades monetárias e um total de despesas de dezoito unidades monetárias. Assim, é evidente que o aumento da poupança leva a uma grande disparidade entre os lucros contábeis obtidos pelas empresas que se dedicam à primeira etapa de bens de consumo e os obtidos pelas que exercem a atividade na etapas mais afastadas do consumo final (no nosso exemplo, a quinta etapa da estrutura produtiva). O setor de bens de consumo apresenta uma perda contábil como resultado do aumento da poupança, ao passo que as indústrias da quinta etapa, mais afastadas do consumo, continuam a obter lucros na ordem dos 11% do capital investido.

Esta disparidade de lucros funciona como sinal indicador e como incentivo para que os empresários restrinjam os investimentos nas etapas próximas do consumo e os dediquem a outras etapas que ainda possibilitem a obtenção de lucros relativamente mais elevados e que são, dadas as circunstâncias, as mais afastadas do consumo final. Assim, os empresários tenderão a transferir uma parte da procura de recursos produtivos, em forma de bens de capital e de fatores de produção originais, da etapa final de consumo e das mais próximas dela, para as etapas mais afastadas, onde descobrem que podem obter uma rentabilidade muito maior. O aumento do investimento ou da procura de mais recursos produtivos nas etapas mais afastadas do consumo provoca o efeito que apresentamos para o momento t +1 na quinta etapa do gráfico V-2. De fato, os empresários da quinta etapa aumentam o volume de investimento em fatores de produção originais e recursos produtivos, que passa de 18 para 31,71 unidades monetárias (21,5 na compra de serviços produtivos de

bens de capital e 10,21 na aquisição de serviços do fator trabalho e de recursos naturais).[45] O resultado é um aumento na produção de bens da etapa quinta, que, monetariamente, sobe de 20 para 32,25 u.m., o que dá origem a um lucro contábil de 0,54 unidades monetárias, que, embora em termos percentuais seja inferior ao que se obtinha anteriormente (de 1,7% contra 11%), em termos comparativos é um lucro muito superior ao que obtêm as indústrias de bens de consumo final (que, como vimos, incorrem em perdas absolutas de 15 unidades monetárias).

Como conclusão, vemos que o crescimento da poupança dá origem a uma disparidade entre as taxas de lucro das diferentes etapas da estrutura produtiva, o que leva a que os empresários a diminuam a produção imediata de bens de consumo e a aumentem nas etapas mais afastadas. Desta forma, existe uma tendência para um alargamento temporal dos processos produtivos até que a nova taxa de preferência temporal da sociedade ou taxa de juro, agora significativamente mais reduzida devido ao grande aumento da poupança, se estenda, na forma de diferenciais entre receitas e despesas contabilísticas de cada etapa, uniformemente ao longo de toda a estrutura produtiva.[46]

Refira-se que os empresários da quinta etapa foram capazes de aumentar a sua oferta de bens presentes de 18 unidades no momento t para 31,71 unidades no momento t+1, graças à maior poupança ou oferta de bens presentes produzida pela sociedade. Os empresários financiam este aumento de oferta, em parte, com um aumento da própria poupança, ou seja, investindo uma parte do que recebiam antes em forma de juros e gastavam em consumo, e em parte recebendo uma nova poupança do mercado de crédito, em forma de empréstimos, *integralmente cobertos por um aumento prévio da poupança voluntária*. Ou seja, o aumento do investimento na quinta etapa materializa-se por meio de qualquer dos três procedimentos que já apresentamos na seção anterior.

Refira-se ainda que o aumento que, em condições normais, seria de esperar nos preços de produção dos fatores (bens de capital, fator trabalho e recursos naturais) como consequência da maior demanda na quinta etapa não tem por que se verificar (a não ser no caso dos fatores de produção mais específicos). De fato, cada aumento da demanda de fatores de produção nas etapas mais afastadas do consumo

---

[45] Estes montantes correspondem ao exemplo numérico do Gráfico V-3.

[46] Isto quer dizer que os lucros contábeis da última etapa dedicada ao consumo tenderão a ser recuperados. Mais do que por um aumento das vendas, esta recuperação verificar-se-á devido a uma diminuição dos custos proprocinalmente superior à diminuição das vendas fruto do aumento de poupança. A diminuição dos custos dá-se por duas vias: a menor contratação de serviços dos fatores de produção originais e a diminuição do preço unitário dos bens de capital adquiridos na etapa anterior, sensivelmente mais baratos, uma vez que se terminam os novos projetos de investimento, mais produtivos e mais capital-intensivos.

é neutralizado ou compensado maioritária ou até completamente pelo aumento paralelo da oferta desses recursos produtivos, que tem lugar à medida que os mesmos se libertam nas etapas mais próximas do consumo, onde os empresários incorrem em perdas contábeis e, por isso, se veem obrigados a restringir os gastos de investimento nesses fatores. Assim, para a coordenação empresarial entre as etapas da estrutura de produção de uma sociedade imersa em um processo de aumento de poupança e de crescimento econômico é muito importante que os mercados de fatores de produção e especialmente os dos fatores de produção originais (trabalho e recursos naturais) sejam muito flexíveis e permitam, com um custo econômico e social mínimo, a transferência gradual de umas para outras etapas de produção.

Por fim, é necessário compreender que a diminuição do investimento no setor de bens de consumo, que tende a ter origem nas perdas contábeis provocadas pelo aumento da poupança voluntária, explica que comece um certo *abrandamento* na chegada ao mercado de novos bens de consumo (independentemente do aumento nos seus *estoques*). Este abrandamento continuará até que comece a aumentar de forma significativa a quantidade de bens de consumo, decorrente do aumento da complexidade e do número de etapas do processo de produção, que gera uma produtividade indubitavelmente maior. Poderíamos pensar que tal diminuição temporária na oferta de bens de consumo provocaria, *ceteris paribus*, um aumento do preço. Contudo, o aumento de preços não chega a se materializar, precisamente porque a diminuição na oferta é mais do que compensada, logo desde o início, pela diminuição paralela da demanda de bens de consumo, resultado do aumento prévio da poupança voluntária que desde o início assumimos ter se verificado.

Em síntese, o aumento da poupança voluntária é investido na estrutura produtiva, quer por meio de investimentos diretos, quer por meio de créditos concedidos aos empresários das etapas produtivas relativamente mais afastadas do consumo, créditos esses que têm uma cobertura de poupança voluntária real e que se dirigem a aumentar a procura monetária de fatores de produção originais e de bens de capital usados nas etapas referidas. Uma vez que, como vimos no início deste capítulo, os processos de produção tendem a ser mais produtivos à medida que incluem um maior número de etapas mais afastadas do consumo e que estas são mais complexas, esta estrutura mais capital-intensiva acabará por gerar um aumento significativo na produção de bens de consumo, assim que os processos correspondentes empreendidos de novo atinjam o fim. Por isso, o crescimento da poupança, juntamente com o exercício livre da função empresarial, é a condição necessária e o motor que estimula todo o processo de desenvolvimento econômico.

Segundo: o efeito da diminuição da taxa de juro sobre o preço de mercado dos bens de capital

Como já referimos, em igualdade de circunstâncias, o aumento da poupança voluntária, ou seja, da oferta de bens presentes, dá origem a uma descida da taxa de juro do mercado. E, como sabemos, esta taxa de juro tende a consubstanciar-se na diferença contábil entre receitas e despesas nas diferentes etapas de produção, tornando-se também visível na taxa de juro a que se concedem os empréstimos no mercado de créditos. Ora, é importante realçar que a diminuição da taxa de juro causada pelo aumento da poupança voluntária afeta de forma significativa o valor dos bens de capital, sobretudo, todos os utilizados nas etapas relativamente mais afastadas do consumo final e que têm uma duração maior, contribuindo mais para o processo produtivo.

Imaginemos um bem de capital de grande duração, como o imóvel de uma empresa, uma instalação industrial, um barco ou avião dedicados ao transporte, um alto-forno, um computador ou aparelho de comunicação de alta tecnologia etc., que foi produzido e que proporciona os serviços nas diferentes etapas da estrutura de produção, todas elas relativamente afastadas do consumo. O *valor de mercado* deste bem de capital tende a ser igual ao valor do fluxo futuro das receitas esperadas, descontado pela taxa de juro, valor esse que aumenta à medida que a taxa de juro baixa. Desta forma, e para nos ajudar a perceber, uma diminuição na taxa de juro de 11 para 5%, motivada por um aumento da poupança, faz com que o valor atual de um bem de capital de muita longa duração seja mais de o dobro (o valor atual de um rendimento unitária perpétua a 11% de juros é 1/0,11 = 9,09; e o valor atual de um rendimento perpétuo a 5% de juros é igual a 1/0,05 = 20). Se o bem de capital durar, por exemplo, vinte anos, uma diminuição na taxa de juro de 11 para 5% provoca um aumento de 56% no valor de mercado ou capitalizado do bem.[47]

Por isso, se as pessoas começarem a dar relativamente menos valor aos bens presentes, o preço de mercado dos bens de capital e dos bens de consumo duradouros tenderá a aumentar. E esse aumento será tão mais elevado quanto maior a duração, ou seja, se for usado em

---

[47] A fórmula é $a_n = \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} = \frac{(1+i)^n}{i\,(1+i)^n}$, que corresponde ao valor atual, em regime de capitalização composta a juro *i*, de uma renda imediata temporária pós-paga de *n* períodos, em que o período de capitalização coincide com o da renda. Como se pode verificar, à medida que período *n* for maior, e tender a tornar-se infinito, o valor da renda tenderá a ser igual a 1/i que, como regra mnemônica, na prática é aplicável em todos os casos de bens de capital de muito longa duração (e, pela sua permanência, no fator terra). Ver Lorenzo Gil Peláez, *Tablas financieras, estadísticas y atuariales*, 6.ª edição corrigida e aumentada, Editorial Dossat, Madrid 1977, pp. 205-237.

um maior número de etapas do processo produtivo e se estas se encontrarem mais afastadas do consumo. Assim, os bens de capital que já eram usados e que vêem o preço aumentar de forma significativa como consequência da diminuição da taxa de juro serão produzidos em maior quantidade, o que dará origem a um *alargamento* horizontal na estrutura de bens de capital (ou seja, a um aumento na produção dos bens de capital *já existentes*). Ao mesmo tempo, a diminuição da taxa de juro mostrará que muitos processos produtivos ou bens de capital que até então não eram considerados rentáveis começam a ser e, logo, os empresários começarão a dedicar-se a eles. De fato, muitas inovações tecnológicas e projetos novos não eram empreendidos, porque os empresários estimavam que o custo iria ser superior ao valor de mercado (que tende a tornar-se igual ao valor das rendas futuras de cada bem de capital, descontado pela taxa de juro). No entanto, com a redução da taxa de juro, esses projetos de alargamento da estrutura produtiva, com etapas novas e mais modernas mais afastadas do consumo, começa a ter um valor de mercado mais elevado, que pode até ser superior ao custo de produção, pelo que vale a pena começar a empreendê-los. Assim, a segunda consequência da diminuição da taxa de juro decorrente de um aumento da poupança voluntária é a da maior profundidade da estrutura de bens de investimento, na forma de um alongamento vertical com etapas novas de bens de capital cada vez mais afastados do consumo.[48]

Quer o alargamento quer ao aprofundamento da estrutura de bens de capital surgem como consequência da capacidade criativa e coordenadora da função empresarial, que é capaz de notar oportunidades de ganho e de uma potencial margem de lucros, quando se verifica uma diferença entre o preço de mercado dos bens de capital (determinada pelo valor presente da seu rendimento futuro esperado, que, aumenta de forma significativa quando se dá uma baixa na taxa de juro) e o custo necessário para produzi-los (custo que se mantém constante, ou pode até diminuir, dada a maior oferta de fatores de produção originais no mercado provenientes da etapa de consumo final, que inicialmente se contraiu ao aumentar a poupança).

Verificamos assim que este segundo efeito também provoca um alargamento da estrutura de bens de capital, como acontecia com o primeiro efeito que vimos anteriormente.

---

[48] É preciso ter em conta que as inovações tecnológicas que aumentam a produtividade (em forma de maior quantidade e/ou qualidade de bens e serviços), diminuindo o comprimento dos processos produtivos serão introduzidas independentemente do aumento da poupança líquida pela sociedade. Isto possibilita a introdução de novas tecnologias que não se podem aplicar marginalmente por falta de recursos.

A flutuação no valor dos bens de capital, que resulta das variações da poupança e da taxa de juro, tende a alargar-se também ao títulos de valores representativos desses bens e, assim, aos mercados secundários em que estes são trocados e negociados. Desta forma, um aumento da poupança voluntária, que leva à diminuição na taxa de juros, fará subir em maior escala o preço das ações das empresas das etapas de bens de capital mais afastadas do consumo e, e geral, de todos os títulos representativos de bens de capital. Só os títulos que representam a propriedade das empresas mais próximas do consumo irão experimentar uma diminuição relativa do preço, como consequência do impato negativo imediato da diminuição da procura de bens de consumo gerada pelo aumento da poupança. Assim, é claro que, por oposição à ideia mais popular, e na ausência de outras distorções de tipo monetário que ainda não foram abordadas aqui, não há razão para que a Bolsa reflita os lucros das empresas em especial. Pelo contrário, os lucros contábeis das empresas das diferentes etapas tendem a se harmonizar com a taxa de juro, pelo que é em um ambiente de elevada poupança e baixos lucros relativos, ou seja, com uma taxa de juro reduzida, que se dará um maior crescimento do valor em Bolsa dos títulos representativos dos bens de capital. Além disso, quanto mais afastados os bens de capital estiverem do consumo final, maior será o preço em Bolsa dos títulos correspondentes.[49] Em oposição, um crescimento dos lucros contábeis relativos ao longo de toda a estrutura produtiva, e, logo, da taxa de juro de mercado, dará origem, em igualdade de circunstâncias, a uma diminuição do valor dos títulos e, portanto, a uma queda do valor em Bolsa. Assim se explicam, do ponto de vista teórico, muitas reações gerais da Bolsa que a maioria das pessoas, e também muitos especialistas em Economia, não é capaz de compreender, uma vez que aplicam única e exclusivamente a ingênua teoria de que a Bolsa deve ser apenas um reflexo automático e fiel do nível alcançado pelos lucros contábeis indiscriminados de todas as empresas do processo produtivo e sem ter em conta as etapas em que os lucros são obtidos nem a evolução da taxa social de preferência temporal.

Terceiro: o chamado "Efeito Ricardo"

Um efeito muito importante de qualquer aumento de poupança voluntária é o que ocorre imediatamente sobre o nível de salários *reais*. Se observarmos de novo o exemplo do Gráfico V-2 que a demanda

[49] O teto das quotizações será alcançado quando se esgotar o efeito da redução da taxa de juro e será compensado pelo maior número e volume de emissões de ações e obrigações no mercado primário, o que fará com que o preço de mercado pró *título* tenda a se estabilizar a um nível mais baixo. No próximo capítulo, veremos como toda a euforia prolongada na bolsa e, em geral, todo o aumento sustentado e constante dos índices da bolsa, longe de demonstrar uma boa situação econômica subjacente, decorre de um processo inflacionário de expansão de crédito que mais tarde ou mais cedo dará origem a uma crise na Bolsa e a recessão econômica

monetária de bens de consumo se reduz em um quarto (de cem unidades monetárias para setenta e cinco), como consequência do aumento da poupança, facilmente compreenderemos a razão por que, em geral, quando se dá um aumento da poupança, os preços dos bens de consumo final tendem a baixar.[50] E se, como costuma acontecer, os salários ou rendimentos do fator original trabalho se mantiverem constantes desde o início em termos nominais, uma diminuição do preço dos bens de consumo final provocará um aumento no salário real dos trabalhadores empregados em todas as etapas da estrutura de produção. Com os mesmos rendimentos monetários em termos nominais, os trabalhadores poderão adquirir uma quantidade e qualidade maior de bens e serviços finais de consumo a novos preços mais reduzidos.

Esta melhoria dos salários reais, que resulta do aumento da poupança voluntária, faz com que, em termos relativos, seja interessante para os empresários de todas as etapas do processo produtivo, substituir mão-de-obra por bens de capital. Ou, dito de outra forma, o aumento da poupança voluntária, via aumento dos salários reais, estabelece uma tendência em todo o sistema econômico que provoca o alongamento da estrutura produtiva, tornando-as mais capital-intensiva. Para os empresários é mais interessante utilizar, em termos relativos, mais bens de capital do que mão-de-obra, o que constitui um terceiro e poderoso efeito adicional em direção ao alongamento das etapas da estrutura produtiva, que se adiciona e sobrepõe aos efeitos enunciados anteriormente.

O primeiro a se referir explicitamente a tal terceiro efeito foi David Ricardo na obra *On the Principles of Political Economy and Taxation*, cuja primeira edição foi publicada em 1817 e onde Ricardo conclui que:

> *Every rise of wages, therefore, or, which is the same thing, every fall of profits, would lower the relative value of those commodities which were produced with a capital of a durable nature, and would proportionally elevate those which were produced with capital more perishable. A fall of wages would have precisely the contrary effect.*[51]

---

[50] Como refere Hayek, esta redução pode levar algum tempo, dependendo da rigidez de cada mercado e, de qualquer forma, terá menor proporção do que a diminuição da procura provocada pela poupança, uma vez que, se assim não fosse, isto não envolveria nenhum tipo de sacrifício efetivo nem ficariam por vender os estoques de bens de consumo necessários para manter os agentes econômicos enquanto se terminam os processos mais capital-intensivos. Ver F.A. Hayek. "Refletions on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes (continued)", *Economica*, vol. 12, n.º 35, Fevereiro de 1932, pp. 22-44, reeditado em *Contra Keynes y Cambridge: Ensayos, correspondencia*, vol. IX de *Obras Completas de F.A. Hayek*, Unión Editorial, Madrid 1996, pp. 201-202.

[51] Ver, David Ricardo, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, vol. I de *The Works and Cor-*

E no conhecido anexo "On Machinery", que foi acrescentado na terceira edição de 1821, Ricardo conclui que: *"machinery and labour are in constant competition, and the former can frequently not be employed until labour rises"*.[52]

A mesma ideia foi mais tarde recuperada e profusamente utilizada por F. A. Hayek a partir de 1939 nas obras sobre ciclos econômicos, e utilizamo-la pela primeira vez aqui para explicar os efeitos que o aumento da poupança voluntária exerce sobre a estrutura produtiva e para desvirtuar as teorias elaboradas a respeito da chamado "paradoxo da poupança" e dos pretensos efeitos negativos sobre a demanda efetiva. Hayek nos dá uma explicação muito concisa do "Efeito Ricardo" quando diz que:

> *with high real wages and a low rate of profit investment will take highly capitalistic forms: entrepreneurs will try to meet the high costs of labour by introducing very labour-saving machinery— the kind of machinery which it will be profitable to use only at a very low rate of profit and interest.*[53]

---

respondence of David Ricardo, Piero Sraffa e M.H. Dobb (eds.), Cambridge University Press, Cambridge 1982, pp. 39-40. A tradução para português poderia ser: "cada aumento dos salários ou, o que é o mesmo, cada redução dos lucros reduziria o valor relativo dos bens produzidos com capital durável e elevaria proporcionalmente os produzidos com capital mais perecível. Uma redução dos salários levaria exatamente ao efeito contrário."

[52] Ver: David Ricardo. *On the Principles of Political Economy and Taxation*, ob. cit., p. 395. A tradução para português poderia ser: "O maquinário e a mão-de-obra estão em concorrência constante e a primeira pode frequentemente não ser empregada até que aumente a mão-de-obra."

[53] Ver F.A. Hayek, *"Profits, Interest and Investment" and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Routledge, Londres 1939 e Augustus M. Kelley, Clifton 1975, p. 39. A passagem do texto pode ser traduzida da seguinte forma: "Com salários reais altos e com uma taxa de lucro (ou juro) reduzida o investimento materializa-se em formas muito intensivas em capital: os empresários tentarão enfrentar os altos custos do fator trabalho introduzindo equipamento capital novo que lhes permita contratar menos fator trabalho, o tipo de maquinário que só é benéfico usar quando existe uma taxa muito reduzida de lucro e juro." Pouco depois, em 1951, Hayek refere de passagem a este efeito relacionado com o impato do aumento da poupança voluntária sobre a estrutura produtiva sem citar expressamente Ricardo. Trata-se da única aplicação direta que conheço do "Efeito Ricardo" à análise das consequências do aumento da poupança voluntária e não ao papel que este efeito tem nas diferente fases do ciclo econômico, que é o que preocupou predominantemente os teóricos até esta altura. A passagem em questão pode ser encontrada na página 293 de *The Pure Theory of Capital*, publicada por Macmillan, Londres 1941 e reeditada sucessivas vezes depois (aqui trabalhamos com a reedição da Routledge de 1976) e diz o seguinte: *"The fall in the rate of interest may drive up the price of labour to such an extent as to enforce an extensive subsitution of machinery for labour."* Posteriormente Hayek voltou ao tema no artigo "The Ricardo Effect", publicado em *Economica*, vol. 34, n.º 9, Maio de 1942, pp. 127-152, reeditado como capítulo XI de *Individualism and Economic Order*, The University of Chicago Press, Chicago 1948, pp. 220-254. E novamente trinta anos depois no seu artigo "Three Elucidations of the Ricardo Effect", publicado no *Journal of Political Economy*, vol. 77, n.º 2, 1979, e reeditado como capítulo XI do livro *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, Londres 1978, pp. 165-178. Recentemente Mark Blaug reconheceu que a sua crítica do "Efeito Ricardo" incluída na sua obra *Economic Theory in Retrospet* (Cambridge University Press, Cambridge 1978, pp. 571-577) se baseava em um erro de interpretação em relação ao caráter pretensamente estático da análise hayekiana. Ver o artigo Mark Blaug intitulado "Hayek Revisited", publicado

Assim, o "Efeito Ricardo" é uma terceira explicação de natureza microeconômica para o fato de os empresários reagirem a um aumento da poupança voluntária aumentando a sua procura de bens de capital e investindo em novas etapas mais afastadas do consumo final.

É importante não esquecer que todo o aumento da poupança voluntária e do investimento gera, inicialmente, uma redução na produção de novos bens e serviços de consumo *em relação ao potencial máximo que a curto prazo se poderia alcançar* caso não fossem desviados fatores produtivos das etapas mais próximas do consumo final. Esta redução cumpre a função de libertar os fatores produtivos necessários para alongar as etapas de bens de capital mais afastadas do consumo.[54] Além disso, os bens e serviços de consumo que não são vendidos como consequência da poupança voluntária cumprem um papel muito semelhante ao que tinha a acumulação de amoras no nosso exemplo de Robinson Crusoé. As amoras permitiam que ele se sustentasse durante o número de dias necessários à produção do equipamento capital (a vara de madeira), período durante o qual não pôde dedicar-se a colher amoras "à mão". Em uma economia moderna, os bens e serviços de consumo que não são vendidos quando aumenta a poupança cumprem o importante papel de tornar possível a manutenção dos diferentes agentes econômicos (trabalhadores, proprietários dos recursos naturais e capitalistas) nos períodos de tempo seguintes, em que, como consequência do recentemente iniciado alongamento da estrutura produtiva, é forçoso que se dê um abrandamento na chegada de novos bens e serviços de consumo ao mercado. Este abrandamento durará enquanto não forem terminados todos os processos mais capital-intensivos que tiverem sido começados. Não fossem esses bens e serviços de consumo não vendidos devido à poupança, a diminuição temporária na oferta de novos bens de consumo existentes no mercado provocaria um crescimento significativo dos preços e o aparecimento de dificuldades de abastecimento.[55]

---

em *Critical Review*, vol 7, n.º 1, Inverno de 1993, pp. 51-60, e especialmente a nota 5 das pp. 59-60. Blaug reconhece que notou o erro graças ao artigo de Laurence S. Moss e Karen I. Vaughn, "Hayek's Ricardo Effect: A Second Look", *History of Political Economy*, 18, n.º 4, Inverno de 1986, pp. 545-565. Por seu lado, Ludwig von Mises (*Human Action*, ob. cit., pp. 773-777) criticou a utilização do Efeito Ricardo para justificar um aumento forçado dos salários por via sindical ou governativa, com o desejo de aumentar o investimento em bens de equipamento, chegando à conclusão de que tal política provocaria apenas desemprego e uma má distribuição dos recursos na estrutura produtiva, uma vez que não tem origem em um aumento da poupança voluntária da sociedade, mas na simples imposição coerciva de salários artificialmente altos. Murray tem uma visão semelhante em *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 631-632. E também F.A. Hayek em *The Pure Theory of Capital* (ob. cit., p. 347), onde conclui que um crescimento dos salários imposto coercivamente dá origem não só a um aumento do desemprego e a uma diminuição da poupança, mas também a um consumo generalizado do capital que se combina com um alongamento e estreitamento artificial das etapas da estrutura produtiva.

[54] Ver F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 256.

[55] Nas palavras do próprio Hayek: *"All that happens is that at the earlier date the savers consume less than they obtain*

Conclusão: o aparecimento de uma nova estrutura de produção mais capital-intensiva

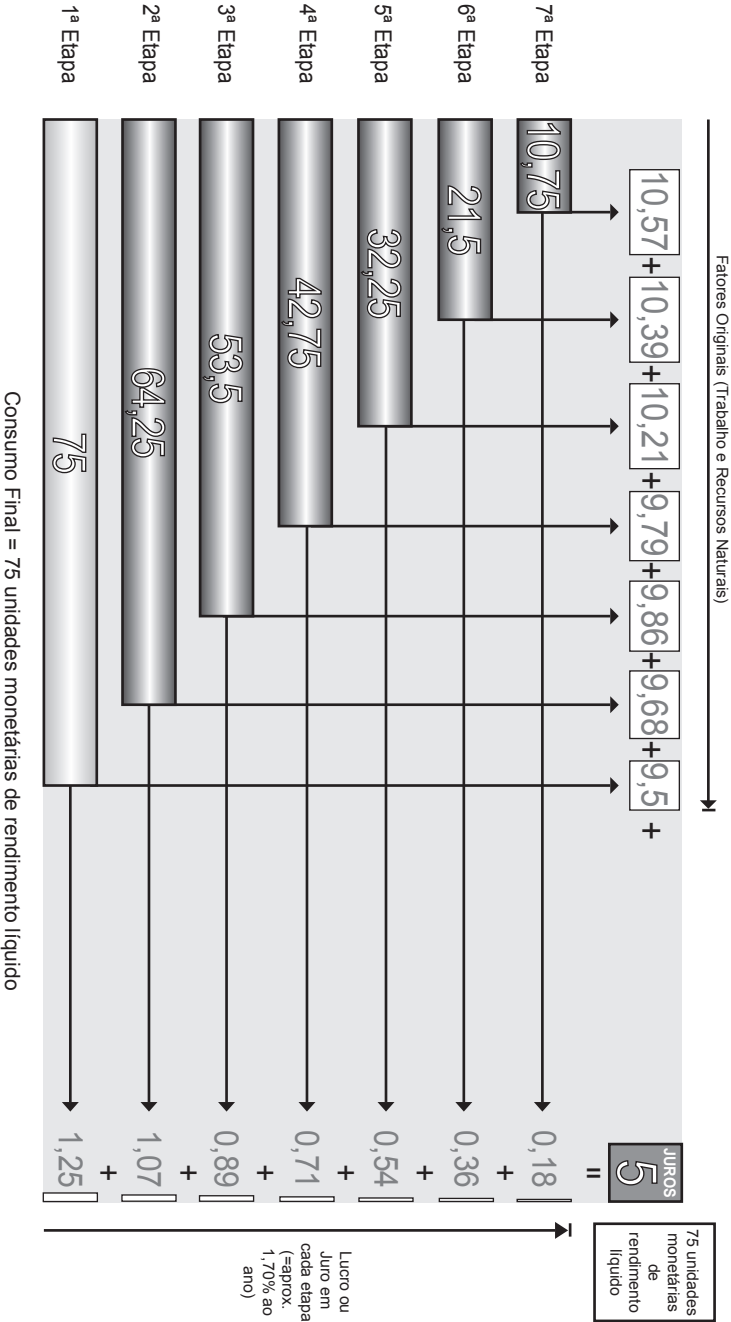
Como consequência da combinação dos três efeitos que acabamos de estudar, e que são provocados pelo processo empresarial de busca de lucros, haverá a tendência para se estabelecer uma nova estrutura de bens de capital mais "estreita" e "alongada". Além disso, o diferencial entre as receitas e os custos de cada etapa, que constitui o lucro contábil ou taxa de juro, tenderá a igualar-se ao longo de todas as etapas da nova estrutura produtiva a *um nível mais reduzido* (como naturalmente corresponde a um maior volume de poupança e a uma taxa social de preferência temporal mais baixa). Assim, a estrutura produtiva terá uma forma muito semelhante à que apresentamos no Gráfico V-3.

No Gráfico V-3 podemos verificar que o consumo final caiu para setenta e cinco unidades monetárias. Esta redução afetou também o valor do produto da segunda etapa, que é a etapa anterior mais próxima do consumo e que diminuiu de oitenta unidades monetárias no Gráfico V-1 para 64,24 u.m. no Gráfico V-3. Acontece também uma redução na terceira etapa, embora dessa vez proporcionalmente menor, de 60 para 53,5 unidades monetárias. No entanto, a partir da quarta etapa, a procura em termos monetários cresce. O crescimento é ligeiro na quarta etapa, de 40 para 42,75 u.m., e começa depois a ser proporcionalmente muito maior na quinta etapa, que cresce de 20 para 32,25 unidades monetárias, como vimos no Gráfico V-2. Além disso, aparecem duas *novas etapas* na parte mais afastada do consumo, a sexta etapa e a sétima, *que anteriormente não existiam*.

Depois de feitos todos os ajustes necessários, a taxa de lucro das diferentes etapas tende a harmonizar-se a um nível sensivelmente mais baixo do que o do Gráfico V-1. Este fenômeno decorre do fato de que o aumento da poupança voluntária gera uma taxa de juro de mercado mais reduzida, e a taxa de lucro contábil de cada etapa (no nosso exemplo, próxima de 1,70% anual) aproxima-se desse número. O rendimento líquido recebido pelos fatores de produção originais (trabalho e recurso naturais) e a taxa de juro ou diferencial líquido recebidos pelos capitalistas de cada etapa

---

from current production and at the later date (when current production of consumers' goods has decreased and additional capital goods are turned out) they are able to consume more consumers' goods than they get from current production." F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 275. Recorde-se ainda o conteúdo da nota 13.

Gráfico V-3
Esquema de ESTRUTURA PRODUTIVA
Depois de 25 u.m. de poupança voluntária líquida
Fatores Originais (Trabalho e Recursos Naturais)
10,57 + 10,39 + 10,21 + 9,79 + 9,86 + 9,68 + 9,5 +
JUROS
5
75 unidades monetárias de rendimento líquido
=
7ª Etapa
10,75
0,18
+
6ª Etapa
21,5
0,36
+
5ª Etapa
32,25
0,54
+
4ª Etapa
42,75
0,71
+
3ª Etapa
53,5
0,89
+
2ª Etapa
64,25
1,07
+
1ª Etapa
75
1,25
Lucro ou Juro em cada etapa (=aprox. 1,70% ao ano)
Consumo Final = 75 unidades monetárias de rendimento líquido

são de 75 unidades monetárias, o que coincide com a rendimento monetário gasto em bens e serviços de consumo. Realce-se que embora só sejam gastas 75 u. m. em bens e serviços de consumo, ou seja, menos 25 unidades do que no Gráfico V-1, depois de todos os processos produtivos terem terminado, a produção de novos bens e serviços de consumo final aumentará muito em termos reais, uma vez que à medida que se tornam mais capital-intensivos, os processos produtivos tendem a se tornar também, e passe a redundância, mais produtivos. Dado que uma maior produção, em termos reais, de bens e serviços de consumo só pode ser vendida em troca de um número total de unidades monetárias inferior (no nosso exemplo, 75), se o preço unitário dos novos bens e serviços que chegam ao mercado diminui de forma substancial, verifica-se um aumento real muito significativo dos rendimentos dos fatores de produção originais, concretamente dos salários e do nível de vida dos trabalhadores.

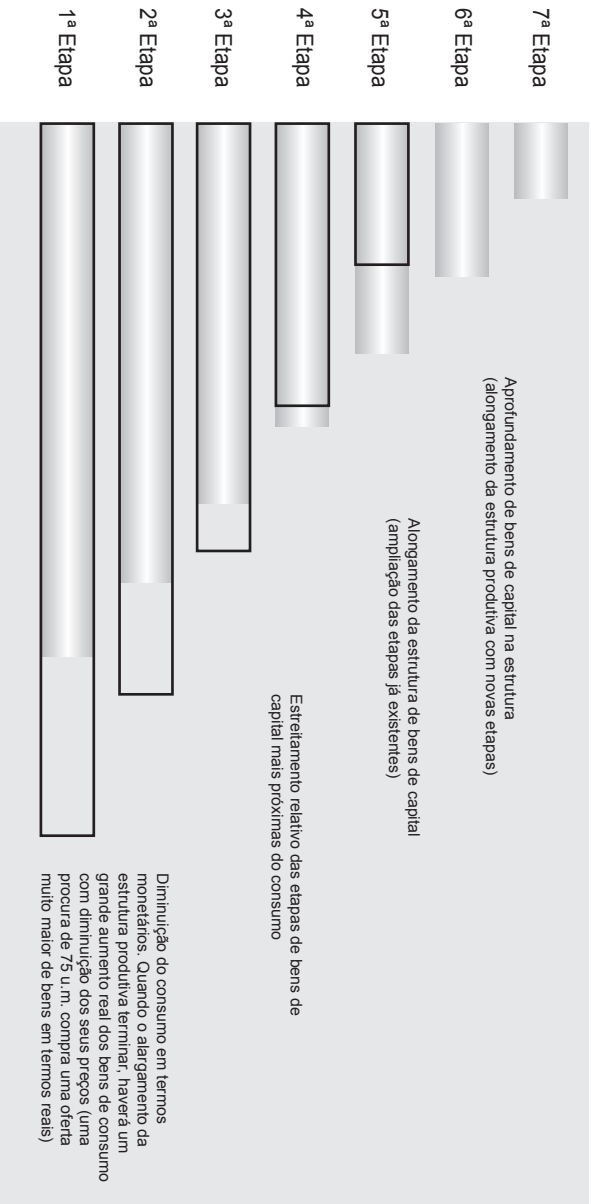
Nos quadros V-3 e V-4, apresentamos a oferta e a procura de bens presentes bem como a composição do rendimento social bruto do exercício, depois de todos os ajustamentos provocados pelo aumento da poupança voluntária. Como podemos verificar, a oferta e a procura de bens presentes está estabelecida em 295 unidades monetárias, ou seja, mais vinte e cinco unidades monetárias do que no caso do Quadro V-1, uma vez que a poupança e o investimento brutos crescem, precisamente, as 25 unidades monetárias de poupança líquida adicional voluntariamente levada a cabo no caso do Gráfico V-1. Porém, como se pode verificar no Quadro V-4, o rendimento social bruto do exercício mantém-se inalterado no valor de 370 unidades monetárias, das quais 75 correspondem à procura final de bens de consumo e 295 à oferta total de bens presentes. Isto é, embora o rendimento social bruto seja, em termos monetários, idêntico ao do caso anterior, distribui-se agora de uma forma radicalmente diferente: ao longo de uma estrutura produtiva mais estreita e alongada, ou seja, mais capital-intensiva e com um número de etapas superior.

A diferença entre a distribuição da mesma Rendimento Social Bruto em termos monetários em uma e noutra estrutura produtiva pode ser observada no Gráfico V-4.

O Gráfico V-4 mostra o impacto do aumento de 25 unidades da poupança líquida voluntária sobre a estrutura produtiva e resulta simplesmente da sobreposição do Gráfico V-1 (em linha contínua) e do Gráfico V-3 (em linha tracejada). Assim, podemos observar os seguintes efeitos, como consequência do aumento voluntário da poupança:

Gráfico V-4

IMPACTO DA POUPANÇA VOLUNTÁRIA LÍQUIDA SOBRE A ESTRUTURA PRODUTIVA

(Resultado da sobreposição dos Gráficos V-1 [traço negro] e V-3 [barra preenchida])

Primeiro: um *aprofundamento* da estrutura de bens de capital, que se manifesta no "alongamento" *vertical* da estrutura produtiva por intermédio de novas etapas (no nosso exemplo, a sexta e sétima etapas, que não existiam anteriormente).

Segundo: um *alargamento* na estrutura de bens de capital, consubstanciado em uma ampliação das etapas já existentes (como acontece nas etapas quarta e quinta).

Terceiro: um *estreitamento relativo* nas etapas de bens de capital mais próximas do consumo.

Quarto: na etapa final de bens e serviços de consumo, o aumento da poupança voluntária dá origem, em um primeiro momento, a uma diminuição do consumo em termos monetários. No entanto, depois de terminado o alongamento da estrutura produtiva, verifica-se, como já explicamos, um aumento real substancial na produção de bens e serviços de consumo. Uma vez que a demanda monetária por tais bens é invariavelmente mais baixa e dada a combinação combinação destes dois efeitos, o aumento da produção dá origem a *uma diminuição muito significativa dos preços de mercado dos bens de consumo*, o que acaba por fazer com que seja possível haver um crescimento significativo dos salários reais e, em geral, de todas os rendimentos dos fatores de produção originais.[56]

[56] As considerações anteriores demonstram de novo até que ponto as estatísticas tradicionais do rendimento nacional e os indicadores de crescimento são teoricamente insuficientes. Já referimos que os indicadores de rendimento nacional não calculam o rendimento nacional bruto e tendem a sobrevalorizar a importância do consumo em detrimento das etapas intermediárias do processo produtivo. Podemos agora acrescentar que os indicadores estatísticos do crescimento econômico e da evolução do índice de preços estão também distorcidas, uma vez que se centram basicamente na etapa final de consumo. De fato, em muitas ocasiões os bens finais de consumo e o investimento inicial diminuem sem que as estatísticas da contabilidade nacional reflitam o aumento paralelo do investimento nas etapas mais afastadas do consumo, a criação de novas etapas, nem tampouco o aumento do investimento em produtos intermediários não finais, estoques e inventários de capital circulante. Acresce que o índice de preços de consumo diminuirá, uma vez que reflete apenas o efeito da menor procura monetária na etapas de bens de consumo. Tudo isto leva a que a interpretação popular destes fatos econômicos realizada pelos diferentes agentes (políticos, jornalistas, líderes sindicais e empresários) com base nestes indicadores estatísticos da contabilidade nacional seja muitas vezes errada. Na última parte do seu artigo "The Ricardo Effect" (*Individualism and Economic Order*, ob. cit., pp. 251-254), F. A. Hayek descreve pormenorizadamente as enormes dificuldades estatísticas existentes para perceber por meio da contabilidade nacional os efeitos do aumento da poupança voluntária sobre a estrutura produtiva, especialmente a influência do "Efeito Ricardo" neste caso. Mais recentemente, no discurso que proferiu ao receber o Prêmio Nobel, Hayek advertiu para o costume muito disseminado de aceitar como certas teorias falsas pelo simples fato de que, aparentemente, têm suporte empírico, rejeitando, e inclusivamente ignorando, as explicações teóricas corretas por ser muito difícil recolher a informação estatística necessária para confirmá-las. É precisamente isto que acontece no campo da aplicação da contabilidade nacional ao processo de extensão e aprofundamento das etapas da estrutura produtiva mais afastadas do consumo, que surge sempre como consequência de um aumento da poupança voluntária. Ver "The Pretence of Knowledge", Nobel Memorial Lec-

Em suma, verificamos que, embora não tenha havido qualquer diminuição na oferta monetária (e, logo, em termos estritos, qualquer fenômeno externo de deflação) nem qualquer aumento na procura de dinheiro (supondo, pois, que ambos estes fatores se mantêm constantes), dá-se uma diminuição geral no preço dos bens e serviços de consumo que decorre, única e exclusivamente, do aumento da poupança e da melhoria da produtividade provocada por uma estrutura produtiva mais capital-intensiva. Acresce que isso leva a um crescimento substancial dos salários reais, uma vez que, embora mantenham o valor nominal, ou até o reduzam um pouco, permitem adquirir uma quantidade crescente de bens e serviços de consumo de qualidade cada vez maior: a diminuição do preço destes bens é proporcionalmente muito maior do que a possível redução dos salários. Este é, em síntese, o processo de crescimento e desenvolvimento econômico mais saudável e mais sustentável que se pode imaginar, ou seja, aquele que apresenta menos desajustes, tensões e conflitos econômicos e sociais e que, historicamente, se verificou em várias ocasiões, tal como já demonstraram os estudos mais fiáveis.[57]

ture, pronunciado no dia 11 de Novembro de 1974 e reeditado em *The American Economic Review*, Dezembro de 1989, pp. 3-7.

[57] Assim, Milton Friedman e Anna J. Schwartz, entre outros, referindo-se ao período 1865-1879 nos Estados Unidos, em que praticamente não houve aumento da oferta de dinheiro, concluem que: *"The price level fell to half its initial level in the course of less than fifteen years and, at the same time, economic growth proceeded at a rapid rate ... Their coincidence casts serious doubts on the validity of the now widely held view that secular price deflAction and rapid economic growth are incompatible."* Milton Friedman e Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1971, p. 15, e também o importante quadro estatístico da p. 30. Y Alfred Marshall, referindo-se ao período 1875-1885 na Inglaterra afirmou que: *"It is doubtful whether the last ten years, which are regarded as years of depression, but in which there have been few violent movements of prices, have not, on the whole,* conduced more to solid progress and true happiness *than the alternations of feverish ativity and painful retrogression which have charaterised every preceding decade of this century. In fact, I regard violent fluctuations of prices as a much greater evil than a gradual fall of prices*." Alfred Marshall, *Official Papers*, Macmillan, Londres 1926, p. 9 (grifos nossos). Finalmente, deve consultar-se George A. Selgin, *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy,* Institute of Economic Affairs (I.E.A.), Londres 1997.

A SOLUÇÃO TEÓRICA DO "PARADOXO DA POUPANÇA"[58]

A nossa análise permitiu-nos também resolver os problemas expostos pelo pretenso dilema ou paradoxo da poupança ou da frugalidade. Segundo tal paradoxo, embora a poupança individual seja positiva no sentido em que permite aumentar o rendimento, do ponto de vista social, a diminuição da procura agregada de bens de consumo acabará por afetar negativamente o investimento e a produção.[59] Nós, pelo

---

[58] A essência do argumento contra a tese de que a poupança prejudica o desenvolvimento econômico e de que é preciso fomentar o consumo para promover o crescimento foi apresentada de maneira brilhante e sintética por Hayek em 1932 quando pôs em evidência que *é uma contradição lógica pensar que o aumento do consumo se consubstancia em um aumento do investimento, uma vez que este só pode ser aumentado graças a um aumento da poupança, que sempre se há-de fazer em detrimento do consumo*. Pelas suas próprias palavras: "Money spent today on consumption goods does not immediately increase the purchasing power of those who produce for the future; in fact, it atually competes with their demand and their purchasing power is determined not by current but by past prices of consumer goods. This is so because the alternative always exists of investing the available produtive resources for a longer or a shorter period of time. *All those who tacitly assume that the demand for capital goods changes in proportion to the demand for consumer goods ignore the fat that it is impossible to consume more and yet simultaneously to defer consumption with the aim of increasing the stock of intermediate produts*." F. A. Hayek, "Capital Consumption", tradução inglesa do artigo previamente publicado com o título alemão de "Kapitalaufzehrung", no *Weltwirtschaftliches Archiv*, n.º 36, II, 1932, pp. 86-108, cuja edição inglesa aparece como o capítulo VI em *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, The Univesity of Chicago Press, Chicago 1984, pp. 141-142 (grifos nossos). O próprio Hayek relembra que esse princípio tão elementar já tinha sido enunciado por John Stuart Mill, que, na quarta proposta relativa ao capital, estabelecia que: *"demand for commodities is not demand for labour"*. No entanto, Hayek diz que Stuart Mill não foi capaz de justificar adequadamente tal princípio, que só passou a ser completamente aceito pelos teóricos com o desenvolvimento da teoria do capital por parte de Böhm-Bawerk e da teoria do ciclo por Mises e o próprio Hayek (ver John Stuart Mill, *Principles of Political Economy*, Augustus M. Kelley, Fairfield, Nova Jérsia 1976, Livro I, cap. V, n.º 9, pp. 79-88). A compreensão dessa ideia tão simples é, para Hayek, o verdadeiro "teste" de todo o economista: *"More than ever it seems to me to be true that the complete apprehension of the doctrine that 'demand of commodities is not demand for labor' is 'the best test of an economist'."* F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, edição de 1976, ob. cit., p. 439. Trata-se, em suma, de perceber que é perfeitamente possível que um empresário de bens de consumo ganhe dinheiro mesmo que as vendas não cresçam, ou até mesmo que diminuam, caso reduza os custos substituindo mão-de-obra por equipamento capital (cujo maior investimento gera postos de trabalho noutras etapas e torna a estrutura produtiva da sociedade mais capital-intensiva).

[59] Cabe a F. A. Hayek o mérito de ter sido o primeiro a ter desfeito teoricamente o pretenso "paradoxo da poupança" em 1929, no seu artigo "Gibt es einen 'Widersinn des Sparens'?" (*Zeitschrift für Nactionalökonomie*, Bd. I, Heft III, 1929), traduzido para inglês com o título de "The 'Paradox' of Saving", *Economica*, Maio de 1931, e reeditado em *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 199-263. Na Itália, o grande Augusto Graziani manteve uma posição muito semelhante à de Hayek no seu artigo "Sofismi sul risparmio", publicado originalmente na *Rivista bancaria*, Dezembro de 1932, e depois reeditado nos seus *Studi di Critica Economica*, Società Anonima Editrice Dante Alighieri, Milão 1935, pp. 253-263. Realce-se que um autor de prestígio como Samuelson continuou a defender os velhos mitos da teoria do subconsumo que constituem a base do paradoxo ou dilema da poupança nas diferentes edições de seu popular manual, apoiando-se, como é lógico, nos sofismas da teoria keynesiana que teremos a oportunidade de comentar no capítulo VII. Só na décima terceira edição, a doutrina do "paradoxo da poupança" passou a ser considerada material opcional, desaparecendo o correspondente diagrama justificativo (Paul A. Samuelson e William N. Nordhaus, *Economics*, 13.ª edição, McGraw-Hill, Nova York 1989, pp. 183-185). Ver ainda Mark Skousen "The Perseverance of Paul Samuelson's *Economics*", *Journal of Economic Perspetives*, vol. II, n.º 2, Primavera de 1997, pp. 137-152. O principal erro da teoria do paradoxo da poupança consiste

Quadro V-3
OFERTA E DEMANDA DE BENS PRESENTES
(depois de 25 u.m de poupança voluntária líquida)

Fornecedores de bens presentes (Poupadores ou consumidores de bens futuros)			*Consumidores de Bens Presentes (Fornecedores de Bens Futuros)*		
Capitalistas 1.ª etapa =	64,25 + 9,50 = 73,75	→	64,25 para Capitalistas 2.ª etapa	+	9,50 para fatores originais
Capitalistas 2.ª etapa =	53,50 + 9,68 = 63,18	→	53,50 para Capitalistas 3.ª etapa	+	9,68 para fatores originais
Capitalistas 3.ª etapa =	42,75 + 9,86 = 52,61	→	42,75 para Capitalistas 4.ª etapa	+	9,86 para fatores originais
Capitalistas 4.ª etapa =	32,25 + 9,79 = 42,04	→	32,25 para Capitalistas 5.ª etapa	+	9,79 para fatores originais
Capitalistas 5.ª etapa =	21,50 + 10,21 = 31,71	→	21,50 para Capitalistas 6.ª etapa	+	10,21 para fatores originais
Capitalistas 6.ª etapa =	10,75 + 10,39 = 21,14	→	10,75 para Capitalistas 7.ª etapa	+	10,39 para fatores originais
Capitalistas 7.ª etapa =	0 + 10,57 = 10,57	→			10,57 para fatores originais
			225,00 Total demanda dos proprietários dos bens de capital		70,00 Total demanda dos fatores de produção originais (terra e trabalho)
Oferta total de Presentes	295,00 u.m. =		POUPANÇA E INVESTIMENTO (BRUTOS) =		295,00 u.m. Demanda Total Bens de bens Presentes

Quadro V-4
RENDIMENTO BRUTO E RENDIMENTO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO
(depois de 25 u.m. de poupança voluntária líquida)

Rendimento Bruto do Exercício

75 u.m. de consumo final + 295 u.m. de Oferta total de bens presentes
(Poupança ou Investimento brutos de acordo com o Quadro V-3)

(Nota: a poupança e o investimento bruto crescem 25 u.m, passando de 270 a 295; e o consumo diminui 25 u.m., passando de 100 a 75

Total Rendimento Bruto: 370 u.m.

	Rendimento Líquido do exercício	
a) Rendimento Líquido dos Capitalistas (lucro contábil ou juros de cada etapa)	Capitalistas 1.ª etapa: 75,00 - 73,75 =	1,25
	Capitalistas 2.ª etapa: 64,25 - 63,18 =	1.07
	Capitalistas 3.ª etapa: 53,50 - 52,61 =	0.89
	Capitalistas 4.ª etapa: 42,75 - 42,04 =	0.71
	Capitalistas 5.ª etapa: 32,25 - 31,71 =	0.54
	Capitalistas 6.ª etapa: 21,50 - 21,14 =	0.36
	Capitalistas 7.ª etapa: 10,75 - 10,57 =	0.18
	Total de lucros contábil (juros) ou rendimento líquido dos capitalistas de cada etapa:	5,00 u.m.
b) Rendimento Líquido dos Fatores de produção originais (trabalho e recursos naturais)	Proveniente da 1.ª etapa:	9,50
	Proveniente da 2.ª etapa:	9,68
	Proveniente da 3.ª etapa:	9,86
	Proveniente da 4.ª etapa:	9,79
	Proveniente da 5.ª etapa:	10,21
	Proveniente da 6.ª etapa:	10,39
	Proveniente da 7.ª etapa:	10,59
Total rendimento líquido dos fatores de produção originais:		70 u.m.
Total Rendimento Líquido = Total Consumo		75 u.m.

CONCLUSÃO:
O Rendimento Bruto do Exercício é igual a 4,9 vezes o Rendimento Líquido

contrário, apresentamos os argumentos teóricos que demonstram que esta interpretação, baseada no velho mito do subconsumo, é errada. De fato, mostramos que, com o mesmo rendimento social bruto e embora a oferta monetária de bens de consumo diminua, a sociedade cresce e desenvolve, ocorrendo um aumento dos salários reais. Demonstramos também que, na ausência de intervenções estatais e de aumentos de oferta monetária, existe uma força muito poderosa no mercado que, estimulada pela busca de lucro por parte dos empresários, leva a que a estrutura produtiva se alongue e se torne cada vez mais complexa. Em suma, apesar da diminuição inicial relativa da procura de bens de consumo como consequência do crescimento da poupança, a produtividade do sistema econômico se eleva e com ela a produção final de bens e serviços de consumo e os salários reais.[60]

O caso de uma economia em regressão

O raciocínio que seguimos até ao momento pode inverter-se, *mutatis mutandis*, para explicar os efeitos que teria a diminuição da poupança voluntária da sociedade. Partindo de uma estrutura produtiva como a

em ignorar os princípios básicos da teoria do capital e em não conceber a estrutura produtiva como constituída por uma série de etapas sucessivas, ao supor de forma implícita que só existem duas etapas, a da demanda final agregada de consumo e a constituída por um conjunto único de etapas intermediárias de investimento. Assim, no modelo simplificado do "fluxo circular de rendimento" considerado, assume-se que o efeito do aumento da poupança sobre o consumo se transmite imediata e automaticamente a *todo* o investimento. Ver, neste sentido, Mark Skousen: *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 244-259.

[60] Murray N. Rothbard (*Man, Economy, and State*, pp. 476-479) demonstrou que, como consequência do alongamento da estrutura produtiva que analisamos e que decorre do aumento da poupança voluntária, *a priori* não é possível determinar se se produz ou não um aumento do rendimento que chega aos capitalistas em forma de juros. No nosso exemplo gráfico, isto não acontece em termos monetários nem, possivelmente, em termos reais, uma vez que, embora a poupança e o investimento bruto cresçam, não podemos saber, com a ajuda apenas da teoria econômica, se o valor do rendimento derivado dos juros baixará, aumentará ou permanecerá estável, sendo que qualquer das alternativas é plausível. Não obstante, é possível que o rendimento dos fatores de produção originais também se reduza em termos monetários, embora sempre em menor grau do que a experimentada pelos preços dos bens e serviços de consumo. É evidente que, embora hoje em dia seja difícil conceber uma economia em desenvolvimento econômico rápido na qual o rendimento monetário dos fatores, e concretamente do trabalho, se reduza, tal é perfeitamente possível se o preço dos bens e serviços finais de consumo diminuir a um ritmo ainda mais elevado. Rothbard ilustra matematicamente este argumento através da seguinte formulação: se o preço do serviço de qualquer fator for igual a , onde MPP é o valor da sua produtividade marginal física, P o preço monetário que se espera obter pelos bens e serviços de consumo que se produzirem com esse fator e *d* um mais a taxa de juro à qual se desconta o valor da produtividade marginal ($d = 1 + i$) ; o preço real do fator será igual a , uma vez que o valor descontado da produtividade marginal divide-se pelos preços monetários dos bens e serviços de consumo para encontrar o valor *real* ou rendimento *real* do preço do fator. P e P cancelam-se no numerador e no denominador, o que faz com que o preço real do fator seja aproximadamente igual a , ou seja, à produtividade marginal física dividida pela taxa de juro. Assim, à medida que a taxa de juro se reduz com o crescimento da poupança, o valor real dos fatores originais de produção (rendimento do trabalho e dos recursos naturais) tenderá a aumentar. Embora o exemplo de Rothbard padeça dos típicos defeitos que a análise matemática tem sempre na Economia (representação por meio de símbolos de quantidades heterogêneas, com as quais se supõe erradamente que se pode operar), serve, pelo menos, como um ideograma que ilustra de forma simplificada o raciocínio econômico subjacente.

apresentada no Gráfico V-3, se a sociedade como um todo decide poupar menos, dar-se-á um aumento, por exemplo de 25 unidades monetárias, da procura monetária de bens e serviços de consumo, fazendo com que esta aumente de 75 para 100 unidades monetárias. Isto provocará uma tendência de crescimento muito elevado nas indústrias e empresas das etapas mais próximas do consumo e, por conseguinte, um aumento dos lucros contábeis. Embora, aparentemente, tenham os efeitos de um *boom* sobre o consumo, a logo prazo, estes aumentos provocam um "achatamento" da estrutura produtiva, uma vez que serão retirados recursos produtivos das etapas mais afastadas do consumo e transferidos para as mais próximas. De fato, os elevados lucros contábeis das etapas mais próximas do consumo final desencorajam a produção nas mais afastadas, em termos relativos, o que tende a provocar um menor investimento nas mesmas. Além disso, a redução da poupança faz com que a taxa de juro de mercado se eleve e que o correspondente valor atual dos bens de capital duradouro baixe, o que tenderá a provocar uma retração no investimento. Por fim, o "Efeito Ricardo" atua em sentido contrário: um crescimento dos preços dos bens e serviços de consumo implica uma diminuição imediata dos salários reais e dos rendimentos dos restantes fatores originais, o que incentiva a substituição de equipamento capital por mão-de-obra, agora relativamente mais barata.

O resultado combinado de todos esses efeitos é um achatamento da estrutura produtiva, que passa a se assemelhar à descrita no Gráfico V-1, que, embora em termos monetários apresente uma procura de bens e serviços de consumo superior, *em termos reais provoca um empobrecimento generalizado da sociedade*. De fato, a estrutura produtiva menos capital-intensiva fará com que menos bens e serviços de consumo cheguem à etapa final, que, não obstante, experimenta um crescimento substancial na demanda monetária. Assim, dá-se uma diminuição na produção de bens e serviços de consumo e um considerável crescimento do preço, consequência dos efeitos anteriores combinados. O resultado de tudo isto é um empobrecimento generalizado da sociedade, sobretudo dos trabalhadores, que vêem o seu salário real diminuir, uma vez que, embora monetariamente se mantenham constantes ou cheguem até a crescer, esse aumento é sempre inferior ao crescimento do preço monetário dos bens e serviços de consumo.

De acordo com John Hicks, Bocaccio foi quem descreveu pela primeira vez, em uma curiosa passagem da Introdução a *Decameron*, datada aproximadamente de 1360, e em termos muito precisos, um processo muito semelhante ao que acabamos de analisar, quando relatou o impacto da Grande Peste do século XIV sobre a população de Florença. De fato, a epidemia fez com que as pessoas pensassem que a esperança de vida ia re-

duzir drasticamente, pelo que os empresários e trabalhadores, em vez de poupar e "alongar" as etapas do processo produtivo trabalhando nas terras e cuidando do gado, começaram a aumentar o consumo presente.[61] Depois de Bocacio, o primeiro economista a analisar seriamente os efeitos da diminuição da poupança e o consequente retrocesso econômico é Böhm-Bawerk na sua obra *Capital and Interest*,[62] onde explica pormenorizadamente que, se as pessoas em geral decidem consumir mais e poupar menos, dá-se um fenômeno de consumo do *estoque* de bens de capital que, em última instância, diminui a capacidade produtiva e a produção de bens e serviços de consumo, provocando um empobrecimento generalizado da sociedade.[63]

3
Efeitos da expansão de crédito bancário não coberto pelo aumento da poupança: a teoria austríaca ou teoria da circulação dos créditos do ciclo econômico

Nesta seção, vamos analisar que efeitos tem sobre a estrutura produtiva a criação de créditos, sem a cobertura de um aumento prévio da poupança voluntária, por parte dos bancos. Trata-se, pois, de um caso radicalmente diferente do estudado na seção anterior, em que a concessão de créditos era completamente coberta pelo correspondente aumento da poupança voluntária. Em consonância com o processo de expansão de crédito provocado pelo negócio bancário exercido com um coeficiente de reserva fracionário que analisamos pormenorizadamente no capítulo IV, a criação de crédito por parte de um banco

---

[61] Nas palavras do próprio John Hicks: *"Bocaccio is describing the impact on people's minds of the Great Plague at Florence, the expectation that they had not long to live. 'Instead of furthering the future produts of their cattle and their land and their own past labour, they devoted all their attention to the consumpion of present goods'."* E John Hicks pergunta: *"Why does Bocaccio write like Böhm-Bawerk? The reason is surely that he was trained as a merchant."* John Hicks, *Capital and Time: A Neo-Austrian Theory*, Clarendon Press, Oxford 1973, pp. 12-13.

[62] Eugen von Böhm-Bawerk, *Capital and Interest*, Volume II, *The Positive Theory of Capital*, ob. cit., pp. 113-114. Depois desta análise, Böhm-Bawerk chega à conclusão de que a poupança é a condição precedente essencial para a formação do capital. Nas palavras do próprio: *"Dass Ersparung eine unentbehrliche Bedingung der Kapitalbildung ist"* (Eugen von Böhm-Bawerk, edição alemã, ob. cit., p. 134).

[63] Fritz Machlup demonstrou muito claramente o erro dos teóricos do paradoxo ou dilema da poupança com o caso histórico concreto da economia austríaca posterior à Primeira Guerra Mundial, em que se fez o possível para fomentar o consumo e, ainda assim, o país empobreceu enormemente, concluindo ironicamente que *"Austria had most impressive records in five lines: she increased public expenditures, she increased wages, she increased social benefits, she increased bank credits, she increased consumption. After all these achievements she was on the verge of ruin."* Fritz Machlup, "The Consumption of Capital in Austria", *Review of Economic Statistics*, 17(1), 1935, pp. 13-19. Houve processos semelhantes de empobrecimento na Argentina do general Perón ou em Portugal depois da Revolução do Cravos. Na Espanha, Francisco Cabrillo estudou o papel da poupança e da ética individual da frugalidade para o crescimento no seu artigo "Los economistas y la ética del ahorro", *Papeles de economía española*, n.º 47, 1991, pp. 173-178.

daria origem a um lançamento contábil que na versão mais elementar teria, como já sabemos, a seguinte estrutura:

(76-77)

Ativo		Passivo	
1.000.000	Caixa	Depósitos à vista	1.000.000
900.000	Empréstimos concedidos	Depósitos à vista	900.000

Estes lançamentos, idênticos aos números (17) e (18) do capítulo IV, apresentam, de forma simplificada e sintética, o fato inquestionável de que o banco é capaz de gerar do nada novas unidades monetárias em forma de depósitos ou meios fiduciários que são concedidos ao público como empréstimos ou créditos sem que tenha previamente decidido aumentar o volume de poupança.[64] A seguir estudaremos os efeitos desse importante fato sobre os processos de coordenação e interação econômica que ocorrem na sociedade.

Efeitos da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva

A criação de moeda por parte do sistema bancário e a materialização em forma de créditos tem efeitos reais sobre a estrutura produtiva da economia, que é preciso distinguir muito claramente dos que estudamos na seção anterior a propósito do créditos concedidos cobertos por poupança. Mais concretamente, a geração de créditos a partir do nada (ou seja, sem aumento de poupança) aumenta a oferta de crédito ao sistema econômico e, sobretudo, às diferentes etapas de bens de capital da estrutura produtiva. Deste ponto de vista, a maior oferta de créditos resultante da expansão de crédito bancário tenderá, de início, a exercer um efeito muito semelhante ao gerado pelo fluxo de novos créditos procedentes da poupança que analisamos detidamente na seção anterior: tenderá a causar um alargamento e alongamento das etapas da estrutura de produção.

O "alargamento" das diferentes etapas é fácil de entender, uma vez que os créditos são concedidos basicamente aos processos produtivos que constituem cada um delas. Da mesma forma, o crédito concedido para o financiamento de bens de consumo duradouro tem como efeito o alargamento e o alongamento da estrutura produtiva, dado que, como dissemos atrás, os bens de consumo duradouro são economica-

[64] *"So far as deposits are created by the banks* [...] *money means are created, and the command of capital is supplied, without cost or sacrifice on the part of the saver."* F.W. Taussig, *Principles of Economics*, 3.ª edição, Macmillan, Nova York 1939, vol. I, p. 357.

mente comparáveis aos bens de capital ao longo de todo o período durante o qual podem continuar a prestar os serviços. Assim, mesmo no caso da concessão de empréstimos ao consumo (como financiamento de bens de consumo duradouro), o maior fluxo de créditos tenderá a aumentar a quantidade e a qualidade desse tipo de bens.

O "alongamento" da estrutura produtiva tem origem no fato de os bancos só serem capazes de introduzir no sistema econômico a nova moeda que criam do nada e concedem como créditos reduzindo temporária e artificialmente a taxa de juro do mercado de crédito, bem como facilitando e suavizando as outras condições econômicas e contratuais que exigem dos clientes para lhes concederem empréstimos. Esta redução da taxa de juro do mercado de crédito não se manifesta necessariamente sempre como uma diminuição em termos absolutos. Basta que se verifique pelo menos em termos relativos, ou seja, em relação à taxa de juro que teria predominado no mercado na ausência de *expansão de crédito*.[65] Por isso, é até compatível com uma subida da taxa de juro em termos absolutos, se essa subida for inferior à que se verificaria em um ambiente sem expansão de crédito (por exemplo, se coincidir com um diminuição generalizada do poder de compra do dinheiro); ou ainda com uma redução da taxa de juro, se for ainda mais significativa do que a que se verificaria sem uma expansão de crédito (por exemplo, em um processo em que, pelo contrário, o poder de compra da moeda esteja aumentando). Assim, a redução da taxa de juro a que nos referimos é uma realidade que nos explica a teoria e que deverá ser interpretada historicamente tendo em conta as circunstâncias particulares de cada caso.

A redução relativa da taxa de juro causada pela expansão de crédito dá origem a um aumento do valor atual dos bens de capital, uma vez que o fluxo de rendimentos que se espera que produzam sobe de valor ao descontar-se utilizando uma taxa de juro de mercado mais baixa. Da mesma forma, a redução da taxa de juro faz com que surjam como rentáveis projetos de investimento que não o eram até esse momento, dando ocasião ao aparecimento de novas etapas mais afastadas do consumo, isto é, mais capital-intensivas, em um processo muito semelhante ao que vimos suceder quando efetivamente se aumentava a poupança voluntária da sociedade. Não obstante, é preciso realçar que embora os efeitos iniciais sejam muito semelhantes aos que vimos

---

[65] *"It does not matter whether this drop in the gross market rate expresses itself in an arithmetical drop in the percentage stipulated in the loan contracts. It could happen that the nominal interest rates remain unchanged and that the expansion manifest itself in the fat that at these rates loans are negotiated which would not have been made before on acount of the height of the entrepreneurial component to be included. Such an outcome too amounts to a drop in gross market rates and brings about the same consequences."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 552.

no caso do aumento da poupança voluntária, *neste caso, o alongamento e alargamento*[66] *das etapas de produção se verifica, única e exclusivamente, como consequência das maiores facilidades de crédito que a sistema bancário concede a taxas de juro relativamente mais baixas, mas sem qualquer tipo de poupança voluntária prévia.* Recordemos que o alongamento sustentado da estrutura produtiva só é possível se anteriormente tiver sido feita a poupança necessária na forma de diminuição na procura final de bens de consumo que faça com que seja possível a manutenção dos diferentes agentes produtivos, com base nos bens e serviços de consumo que ficam por vender, enquanto são terminados os novos processos empreendidos e o resultado mais produtivo comece a chegar ao mercado na forma de bens de consumo.[67]

Resumindo, os empresários decidem se lançar em novos projetos de investimento, alargando e alongando as etapas de bens de capital da estrutura produtiva, ou seja, atuando como se a poupança da sociedade tivesse crescido, quando, na verdade, isso não aconteceu. Isto significa que, tal como no caso do aumento da poupança voluntária analisado na seção anterior, os comportamentos individuais dos diferentes agentes econômicos tendem a se coordenar, tornando-se compatíveis entre si, pelo que os recursos reais que se deixava de consumir e eram poupados permitiam a manutenção e o alongamento da estrutura produtiva. Agora o fato de os empresários responderem à concessão de novos empréstimos na forma de expansão de crédito, se comportando como se tivesse havido poupança, *fomenta um processo de desajustamento ou descoordenação no comportamento dos diferentes agentes econômicos*. De fato, os empresários começam a investir e a alargar lateral e longitudinalmente a estrutura produtiva real sem que os agentes econômicos tenham decidido aumentar a poupança em um volume necessário para financiar os novos investimentos. Trata-se, em suma, de um exemplo típico de indução dos empresários em erro maciço de cálculo econômico ou de estimativa sobre qual deverá ser o resultado dos diferentes cursos de ação. Este erro de cálculo econômico decorre do fato de um dos indicadores essenciais levado em conta

---

[66] *"When under the conditions of credit expansion the whole amount of the additional money substitutes is lent to business, production is expanded. The entrepreneurs embark either upon lateral expansion of production (viz., the expansion of production without lengthening the period of production in the individual industry) or upon longitudinal expansion (viz., the lengthening of the period of production). In either case, the additional plants require the investment of additional fators of production. But the amount of capital goods available for investment has not increased. Neither does credit expansion bring about a tendency toward a restrition of consumption."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 556.

[67] *"A lengthening of the period of production is only practicable, however, either when the means of subsistence have increased sufficiently to support the laborers and entrepreneurs during the longer period or when the wants of producers have decreased sufficiently to enable them to make the same means of subsistence do for the longer period."* Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 400.

pelos empresários para atuar, a taxa de juro (e as maiores ou menores facilidades do mercado de crédito), ser temporariamente manipulado e artificialmente reduzido pelos bancos no processo de expansão de crédito por eles iniciado.[68] Nas palavras de Ludwig von Mises:

> *But now the drop in interest falsifies the businessman's calculation. Although the amount of capital goods available did not increase, the calculation employs figures which would be utilizable only if such an increase had taken place. The result of such calculations is therefore misleading. They make some projects appear profitable and realizable which a correct calculation, based on an interest rate not manipulated by credit expansion, would have shown as unrealizable. Entrepreneurs embark upon the execution of such projects. Business activities are stimulated. A boom begins.*[69]

A descoordenação manifesta-se, em primeiro lugar, com o aparecimento de um período de otimismo exagerado e desproporcionado, justificado pelo fato de os agentes econômicos se sentirem capazes de expandir a estrutura produtiva sem ao mesmo tempo terem de se sacrificar reduzindo o consumo para gerar poupança. Na seção anterior, vimos que o alongamento da estrutura produtiva era possível graças ao sacrifício prévio exigido para aumentar a poupança. Agora, verificamos que os empresários começam a alargar e alongar as etapas dos processos produtivos sem ter havido essa poupança prévia. A descoordenação não pode ser mais patente nem o excesso de otimismo inicial mais justificado, uma vez que parece ser possível empreender processos de produção mais longos sem qualquer sacrifício ou acumulação prévia de capital. Em suma, existe um equívoco enorme dos empresários que assumem e iniciam processos produtivos que consideram rentáveis, quando, na verdade, não o são. Este equívoco dá azo a um otimismo generalizado, que se baseia na crença de que é possível alargar e alongar as etapas dos processos produtivos sem que ninguém seja obrigado a poupar. A descoordenação intertemporal torna-se cada vez maior: por um lado, os empresários investem *como*

[68] Noutro lugar explicamos teoricamente a razão por que o exercício sistemático da coação e a manipulação dos indicadores de mercado, consequência da intervenção governamental ou da concessão de privilégios por parte do governo a grupos de interesse (sindicatos, bancos, etc.) impedem que se crie e descubra a informação necessária para coordenar a sociedade, o que dá origem de forma sistemática a graves desajustamentos e descoordenações sociais. Ver: Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., caps. II e III.

[69] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 553. Uma vez que toda a poupança se manifesta ou materializa em bens de capital, embora inicialmente estes sejam os bens de consumo que ficam por vender com o aumento da poupança, a explicação de Mises é absolutamente correta. Recorde-se o conteúdo das notas 13 e 55.

se a poupança da sociedade não parasse de crescer; por outro lado, os consumidores continuam a consumir a um ritmo inalterado sem se preocuparem com aumentar a poupança.[70]

Para ilustrar o efeito inicial da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva real, vamos apresentar, seguindo o mesmo sistema utilizado na seção anterior, um conjunto de esquemas que registam graficamente o impacto da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva. Advirta-se, no entanto, que é praticamente impossível representar de forma gráfica os complexos efeitos ocorridos no mercado quando a expansão de crédito dá origem ao processo generalizado de descoordenação que estamos descrevendo. Assim, é preciso ter muita cautela em relação à apreciação dos esquemas gráficos que vamos apresentar, que devem ser vistos única e exclusivamente como forma de ilustrar o argumento econômico essencial e facilitar a compreensão. É praticamente impossível apresentar em gráficos tudo o que não seja uma situação estritamente estática, uma vez que os gráficos escondem inevitavelmente processos dinâmicos que se produzem entre os dois tipos de situação. Contudo, feita esta advertência, a representação gráfica das etapas da estrutura produtiva que propomos pode indubitavelmente ajudar a ilustrar o argumento teórico essencial e facilitar muito a compreensão.[71]

---

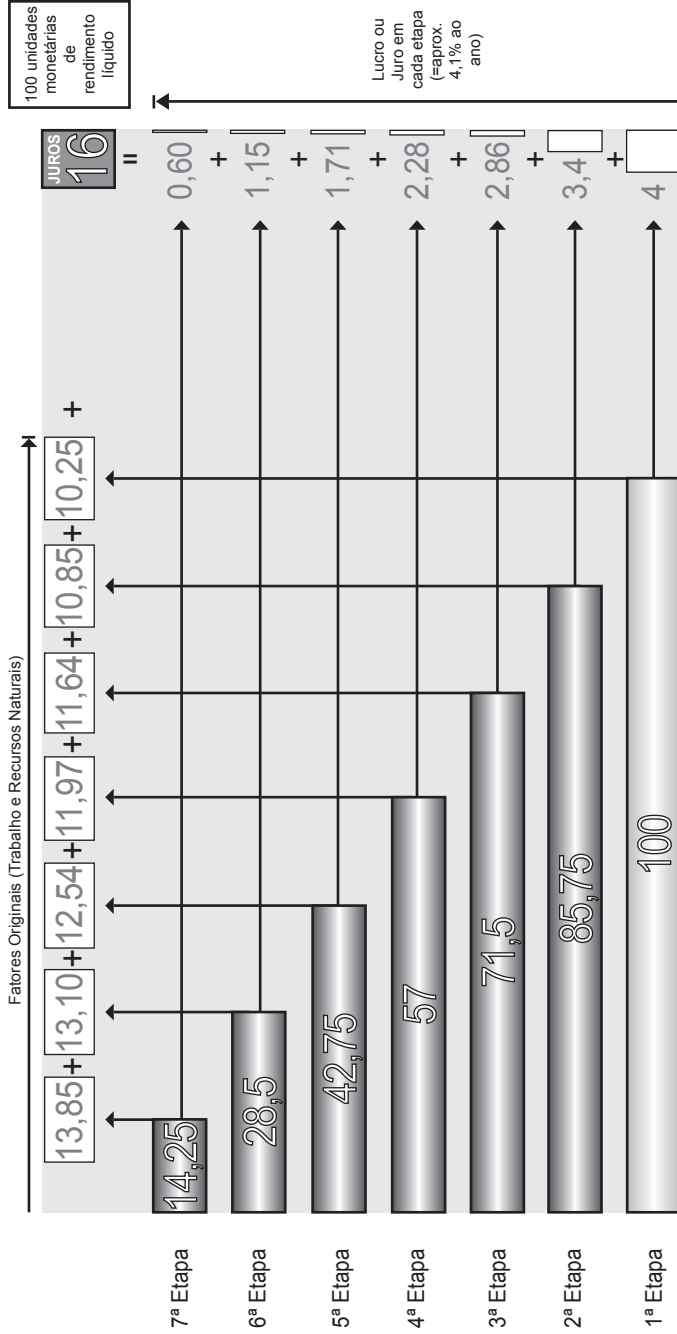
[70] Na obra *The Great Depression* (The Macmillan Company, Nova York, 1934), Lionel Robbins apresenta as seguintes dez caraterísticas típicas de todo o processo de *boom*: *primeira*, a taxa de juro reduz-se em termos relativos; *segunda*: as taxas de juro a curto prazo começam a cair; *terceira*, as taxas de juro a longo prazo também baixam; *quarta*, a quotização das obrigações eleva-se; *quinta*, aumenta a velocidade de circulação do dinheiro; *sexta*, as ações na bolsa sobem; *sétima*, o valor do imobiliário começa a subir rapidamente; *oitava*, há um *boom* industrial e uma grande quantidade de emissões de títulos no mercado primário; *nona*, o preço dos recursos naturais e dos bens intermediários sobe; e, por fim, *décima*, o mercado de valores sofre um crescimento exorbitante baseado na expetativa de um aumento *ininterrupto* dos lucros empresariais (pp. 39-42). Roger Garrison interpreta todos estes fenômenos como uma insustentável transferência para fora na curva de possibilidades máximas de produção. Ver: *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure,* ob. cit., pp. 67-76.

[71] Com esta advertência pretendemos evitar o erro em que poderiam cair todos quantos se prestassem a fazer uma interpretação estritamente teórica dos nossos gráficos, como foi o caso de Nicholas Kaldoe na análise crítica da teoria de Hayek, tal como demonstraram recentemente Laurence S. Moss e Karen I. Vaughn, para quem *"the problem is not to learn about adjustments by comparing states of equilibrium but rather to ask if the conditions remaining at T1 make the transition to T2 at all possible. Kaldor's approach indeed assumed away the very problem that Hayek's theory was designed to analyze, the problem of the transition an economy undergoes in moving from one coordinated capital Structure to another."* Ver o artigo "Hayek's Ricardo Effect: A Second Look", em *History of Political Economy*, nº 18:4, 1986, p. 564. Os artigos em que Kaldor criticou Hayek foram "Capital Intensity and the Trade Cycle", *Economica*, fevereiro de 1939, pp. 40-66; e também "Professor Hayek and the Concertina Effect", *Economica*, novembro de 1942, pp. 359-382. Curiosamente, Kaldor tinha traduzido de alemão para inglês a obra de Hayek *Monetary Theory and the Trade Cycle*, publicada pela primeira vez em 1933 (Routledge, Londres). Recentemente, Rudy van Zijp assinalou que as críticas de Kaldor e outros ao "Efeito Ricardo" hayekiano decorriam de uma situação hipotética de equilíbrio geral que não permitia uma análise dinâmica da descoordenação intertemporal que toda a expansão de crédito no mercado provoca. Ver: Rudy van Zijp, *Austrian and New Classical Business Cycle Theory*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra 1994, pp. 51-53.

Quadro V-5 - OFERTA E DEMANDA DE BENS PRESENTES (COM EXPANSÃO DE CRÉDITO)

Fornecedores de bens presentes (270 u.m. provêm dos poupadores e 113,75 foram criadas do nada pelo crédito bancário)		*Consumidores de Bens Presentes (Fornecedores de Bens Futuros)*		
Capitalistas 1.ª etapa = 85,75 + 10,25 = 96,00	→	85,75 para Capitalistas 2.ª etapa	+	10,25 para fatores originais
Capitalistas 2.ª etapa = 71,50 + 10,85 = 82,35	→	71,50 para Capitalistas 3.ª etapa	+	10,85 para fatores originais
Capitalistas 3.ª etapa = 57,00 + 11,64 = 68,64	→	57,00 para Capitalistas 4.ª etapa	+	11,64 para fatores originais
Capitalistas 4.ª etapa = 42,75 + 11,97 = 54,72	→	42,75 para Capitalistas 5.ª etapa	+	11,97 para fatores originais
Capitalistas 5.ª etapa = 28,50 + 12,54 = 41,04	→	28,50 para Capitalistas 6.ª etapa	+	12,54 para fatores originais
Capitalistas 6.ª etapa = 14,25 + 13,10 = 27,35	→	14,25 para Capitalistas 7.ª etapa	+	13,10 para fatores originais
Capitalistas 7.ª etapa = 0 + 13,65 = 13,65	→			13,65 para fatores originais
		299,75 Total demanda dos proprietários dos bens de capital		84,00 Total demanda dos fatores de produção originais (terra e trabalho)
Oferta total de Bens Presentes dos quais: 383,75 u.m. =				383,75 u.m. Demanda Total de Bens Presentes

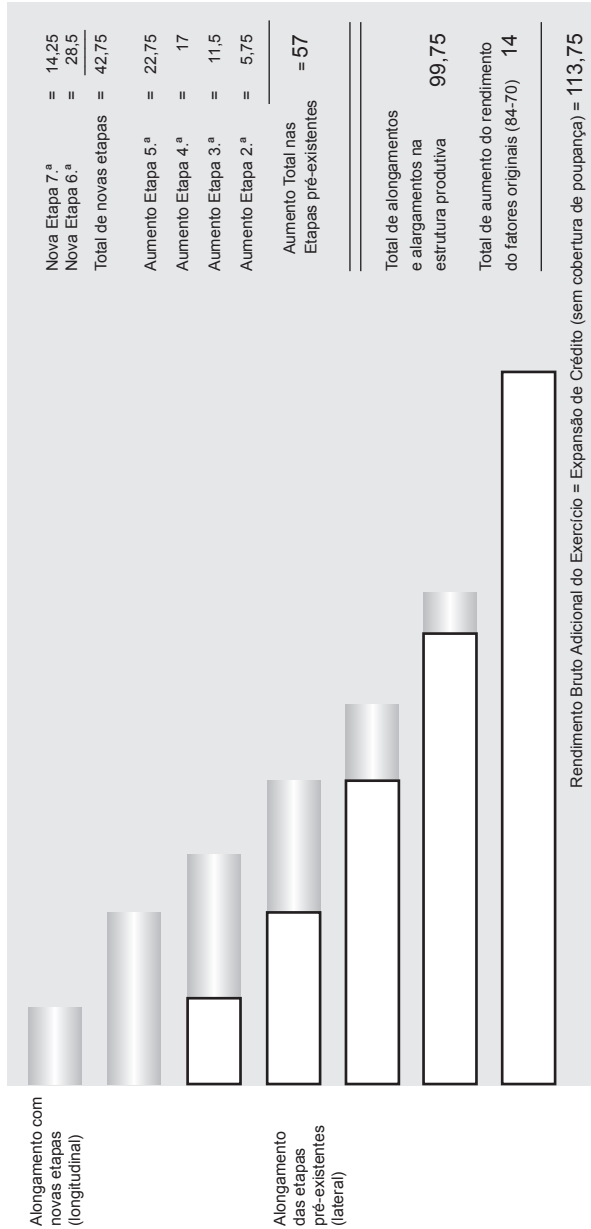
1) Provêm dos recursos reais poupados (poupança bruta real do Quadro V-1):	270,00
2) Provêm da expansão de crédito (sem cobertura de poupança)	133,75
	383.75
* Rendimento Bruto do Exercício (inclui 100 u.m. de rendimento líquido):	483.75
* Rendimento Bruto do Exercício antes da Expansão de Crédito (Quadro V-2):	370,00
Aumento Nominal do Rendimento Bruto provocado pela Expansão de Crédito (sem cobertura de poupança)	113.75

Gráfico V-5
Esquema de ESTRUTURA PRODUTIVA com expansão de crédito
(sem cobertura de poupança voluntária)
Fatores Originais (Trabalho e Recursos Naturais)
13,85 + 13,10 + 12,54 + 11,97 + 11,64 + 10,85 + 10,25 +
JUROS 16
100 unidades monetárias de rendimento líquido
7ª Etapa
14,25
0,60
6ª Etapa
28,5
1,15
5ª Etapa
42,75
1,71
4ª Etapa
57
2,28
3ª Etapa
71,5
2,86
2ª Etapa
85,75
3,4
1ª Etapa
100
4
Lucro ou Juro em cada etapa (=aprox. 4,1% ao ano)
Consumo Final = 100 unidades monetárias de rendimento bruto

No Gráfico V-5, está representado, de forma simplificada, o efeito exercido sobre a estrutura de etapas produtivas pela expansão de crédito provocada pelo sistema bancário sem o necessário aumento prévio da poupança da sociedade. Quando o comparamos com o Gráfico V-1 apresentado neste capítulo, verificamos que o consumo final se mantém inalterado em 100 unidades monetárias, em consonância com o nosso pressuposto de que não se deu qualquer tipo de poupança líquida. Não obstante, é criada nova moeda (depósitos ou meios fiduciários) que entra no sistema por meio de expansão de crédito e da redução relativa da taxa de juro (juntamente com a típica suavização das condições contratuais e de concessão de crédito) necessária para que os agentes econômicos decidam aceitar receber os novos créditos criados. Assim, a taxa de lucro das diferentes etapas produtivas, que, como sabemos, tende a coincidir com a taxa de juro obtida em cada etapa pelo adiantamento de bens presentes em troca de bens futuros, baixa agora dos 11% do nosso exemplo do Gráfico V-1 para pouco mais do que 4% ao ano. Além disso, os novos créditos permitem que os empresários de cada etapa produtiva estejam dispostos a pagar mais pelos fatores de produção originais correspondentes, bem como pelos bens de capital provenientes das etapas anteriores e que servem para os próprios processos produtivos.

No Quadro V-5, apresentamos a oferta e a demanda de bens presentes após uma expansão de crédito bancário sem cobertura de poupança. Podemos verificar que a oferta de bens presentes aumenta das 270 unidades monetárias do exemplo do Quadro V-1 para um pouco mais de 380 unidades, que, por seu lado, são compostas pelas mesmas 270 unidades monetárias do exemplo da seção anterior e que tinham origem em recursos reais de poupança, *mais um pouco mais de 113 unidades monetárias criadas pela expansão de crédito dos bancos sem qualquer tipo de cobertura de poupança*. Assim, a expansão de crédito provoca o aumento artificial da oferta de bens presentes, que são procurados a taxas de juro mais reduzidas pelos proprietários dos fatores de produção originais e pelos capitalistas das etapas anteriores mais afastadas do consumo. Além disso, o Quadro V-5 mostra que o rendimento bruto do exercício é superior a 483 unidades monetárias, mais 113 unidades do que as do rendimento bruto do exercício antes da expansão de crédito apresentada no Quadro V-2.

O Gráfico V-6 mostra uma representação simplificada do efeito do aumento da expansão de crédito por parte dos bancos (não coberto por um aumento *prévio* da poupança voluntária) sobre a estrutura produtiva. No nosso exemplo, este efeito se consubstancia no alongamento da estrutura produtiva por meio do aparecimento de novas etapas, a sexta e a sétima, que não existiam antes da expansão de crédito e que estão agora mais afastadas do consumo final. Da mesma forma, dá-se um alargamento das etapas produtivas já existentes (da segunda à quinta).

Gráfico V-6

ALONGAMENTO E ALARGAMENTO ARTIFICIAIS DA ESTRUTURA PRODUTIVA PROVOCADOS POR UM AUMENTO DA EXPANSÃO DE CRÉDITO (sem cobertura de poupança voluntária)

A soma das unidades monetárias que constituem a demanda monetária de cada novo alargamento ou alongamento de etapas produtivas, e que está representada no gráfico pelo sombreado, é precisamente igual às 113,75 u.m. que constituem o acréscimo de rendimento monetário bruto do exercício e que têm origem exclusiva na criação de moeda nova via expansão de crédito gerada pelos bancos.

Ora, não nos deixemos enganar pelo conteúdo do Gráfico V-5, pois a nova estrutura de etapas produtivas que aí apresentamos é baseada em uma descoordenação intertemporal generalizada, consequência do grande erro empresarial provocado pelo aparecimento de um volume significativo de novos créditos concedidos a taxas de juro artificialmente reduzidas sem que exista uma poupança prévia real. Esta situação de descoordenação anômala não poderá se manter, e na seção seguinte vamos explicar pormenorizadamente em que consiste a reação inevitável do mercado em relação à expansão de crédito. *Isto é, vamos explicar quais são as razões de teoria microeconômica pura que vão pôr fim à descoordenação "macroeconômica" que revelamos e revertê-la*.

Analisaremos, pois, as razões pelas quais o processo de descoordenação intertemporal causado inicialmente pela expansão de crédito se irá reverter. Qualquer ataque ao processo social, seja por meio de intervenção, coação sistemática, manipulação dos indicadores essenciais (tais como o preço dos bens presentes em função dos bens futuros ou taxa de juro de mercado), ou concessão de privilégios contrariando os princípios tradicionais do Direito causa espontaneamente processos de interação social que, movidos precisamente pela capacidade de coordenação da função empresarial, tendem a deter e reverter as descoordenações e os erros cometidos. Cabe a Ludwig von Mises o grande mérito de ter sido o primeiro a demonstrar, já em 1912, que a expansão de crédito tem como consequência o *boom* e otimismo que, mais tarde ou mais cedo, terá de reverter. Segundo o autor:

> *The increased productive activity that sets in when the banks start the policy of granting loans at less than the natural rate of interest at first causes the prices of production goods to rise while the prices of consumption goods, although they rise also, do so only in a moderate degree, namely, only insofar as they are raised by the rise in wages. Thus the tendency toward a fall in the rate of interest on loans that originates in the policy of the banks is at first strengthened.* But soon a countermovement sets in: the prices of consumption goods rise, those of production goods fall. That is, the rate of interest on loans rises again, it again approaches the natural rate.[72]

[72] Mises, *The Theory of Money and Credit*, p. 401 (grifos nossos). As duas últimas frases são tão importan-

Embora, como poderemos ver mais adiante, antes de Mises, vários teóricos da Escola de Salamanca (Saravia de la Calle), sobretudo da denominada Escola Monetária ou *Currency School*, tivessem já intuído que os *booms* gerados pela expansão de crédito acabariam por reverter de forma espontânea dando origem a crises econômicas, foi Mises o primeiro a formular e explicar corretamente as razões de teoria econômica pelas quais isso necessariamente acontece. Apesar da importantíssima contribuição inicial de Mises, foi preciso esperar até aos trabalhos do seu mais brilhante aluno, F. A. Hayek,[73] para obtermos uma análise completamente articulada

---

tes que vale a pena apresentar a forma como Mises expressou a ideia essencial na sua versão alemã original: *"Aber bald setzt eine rückläufige Bewegung ein: Die Preise der Konsumgüter steigen, die der Produktivgüter sinken, das heibt der Darlehenszinsfub steigt wieder, er nähert sich wieder dem Satze des natürlichen Kapitalzinses."* Ludwig von Mises, *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Duncker & Humblot, 2.ª edição alemã, Munique e Leipzig 1924, p. 372. Assinale-se que Mises, muito influenciado pela doutrina do "juro natural" de Wicksell, baseia a sua teoria nas disparidades que se verificam ao longo do ciclo entre o "juro natural" e o "juro bruto do mercado de crédito" (ou "monetário"), temporariamente reduzido pela sistema bancário no processo de expansão de crédito. Embora a análise de Mises nos pareça impecável, preferimos apresentar a teoria do ciclo com base diretamente nos efeitos da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva, minimizando de alguma forma a análise de Mises sobre as disparidades entre o "juro natural" e o "monetário". O principal trabalho de Knut Wicksell é, para os nossos propósitos, *Geldzins und Güterpreise: Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Urchachen*, Verlag von Gustav Fischer, Jena 1898, traduzido para inglês por R.F. Kahn com o título de *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, Macmillan, Londres 1936 e Augustus M. Kelley, Nova York 1965. Contudo, a análise de Wicksell é muito inferior à de Mises, sobretudo porque se apóia quase exclusivamente na evolução do nível geral dos preços, e não nas variações de preços relativos na estrutura de bens de capital, que é o núcleo fundamental da nossa teoria. Mises retomou e completou a sua teoria do ciclo em *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Gustav Fischer, Jena 1928 (trad. inglesa de Bettina Bien Greaves, "Monetary Stabilization and Cyclical Policy", *On the Manipulation of Money and Credit*, Freemarket Books, Dobbs Ferry, Nova York 1978).

[73] Os trabalhos mais importantes de Hayek são: *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Beitrage zur Konjunkturforschung, herausgegeben vom Österreischisches Institut für Konjunkturforschung, n.º 1, Viena 1929, traduzido para inglês por N. Kaldor e publicado com o título de *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Routledge, Londres 1933, e Augustus M. Kelley, Nova Jersey, 1975; *Prices and Production*, ob. cit., cuja 1.ª edição surgiu em 1931 e a segunda, revista e ampliada, em 1935, sendo posteriormente reeditada mais de dez vezes na Inglaterra e nos Estados Unidos (Augustus M. Kelley); *Profits, Interest and Investment*, Routledge, Londres 1939, e Augustus M. Kelley, Nova Jersey, 1969 e 1975; O conjunto de ensaios publicados na obra *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, editada por Roy Mcloughry, University of Chicago Press, Chicago 1984; e, por último, *The Pure Theory of Capital*, Macmillan, Londres 1941 e quatro edições posteriores de Routledge. O próprio Hayek, em um "Apêndice" incluído em *Prices and Production* (pp. 101-104) resume os antecedentes da teoria austríaca ou da circulação dos créditos dos ciclos econômicos, que remonta ao próprio Ricardo (enunciador do efeito que Hayek batizou com o nome "Efeito Ricardo"), Condy Raguet, James Wilson e Bonamy Price, na Inglaterra e nos Estados Unidos; J.G. Courcelle-Seneuil, V. Bonnet e Yves Guyot na França. Em alemão, curiosamente, podem ser encontradas ideias muito semelhantes às dos teóricos da Escola Austríaca nos escritos de Karl Marx e, sobretudo, nos de Mijail Tugan-Baranovsky (ver o seu artigo "Crisis Econômicas y Produción Capitalista", incluído em *Leturas de economía política*, Francisco Cabrillo (ed.), Minerva Ediciones, Madrid 1991, pp. 191-210) e, também, em E. von Böhm-Bawerk (*Capital and Interest*, vol. II, *Positive Theory of Capital*, ob. cit., pp. 316 e ss.). Mais tarde, já contemporâneos de Hayek, trabalharam na mesma linha Richard von Strigl, em *Kapital und Produktion*, publicado por Philosophia Verlag, Munique e Viena 1934 e 1982; Bresciani-Turroni na Itália, *Le Vicende del Marco Tedesco*, Univesità Boconi, Milão 1931; Gottfried Haberler, "Money and the Business Cycle", publicado em 1932 e reeditado em *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, The Ludwig von Mises Institute, Washington DC

dos diferentes efeitos econômicos da reação do mercado à expansão de crédito e que analisaremos pormenorizadamente na seção seguinte.[74]

A reação espontânea do mercado à expansão de crédito

Vamos agora analisar as razões de natureza *microeconômica* que vão travar o processo de otimismo exagerado e de expansão econômica

---

1978, pp. 7-20; Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, originalmente publicado em alemão em 1931 e reeditado em inglês, William Hodge, Londres 1940. No mundo anglo-saxónico destaquem-se os trabalhos de H.J. Davenport, *The Economics of Enterprise*, ob. cit., cap. XIII; Frederick Benham, *British Monetary Policy*, P.S. King & Shaw, Londres 1932; H. F. Fraser, *Great Britain and the Gold Standard*, Macmillan, Londres 1933; T.E. Gregory, *Gold, Unemployment and Capitalism*, P.S. King & Shaw, Londres 1933; E.F.M. Durbin, *Purchasing Power and Trade Depression: A Critique of Under-Consumption Theories*, Jonathan Cape, Londres e Toronto 1933, e *The Problem of Credit Policy*, Chapman & Hall, Londres 1935; M. A. Abrams, *Money in a Changing Civilisation*, John Lain, Londres 1934; e C. A. Philips, T. F. McManus e R. W. Nelson, *Banking and the Business Cycle*, Arno Press, Nova York 1937. Ainda nos Estados Unidos, Frank Albert Fetter, especialmente no artigo "Interest Theory and Price Movements", *American Economic Review*, vol. XVII, n.º 1, 1926, pp. 72 e ss., incluído em *Capital, Interest and Rent*, M. N. Rothbard (ed.), Sheed, Andrews and McMeel, Kansas City 1977.

[74] Recordemos que, em 1974, a Academia Sueca concedeu a F. A. Hayek o Prêmio Nobel da Economia precisamente pelo *"pioneering work in the theory of money and economic fluctuations"*. Ver William J. Zahka, *The Nobel Prize Economics Letures*, Avebury, Aldershot, Inglaterra, 1992, pp. 19 e 25-28. Não existe muita bibliografia em espanhol sobre a teoria austríaca do ciclo econômico embora possa remontar-se ao artigo de Mises publicado pela *Revista de Occidente* em 1932 ("La causa de las crisis econômicas", *Revista de Ocidente*, número de fevereiro de 1932, bem como à tradução de Luis Olariaga de *Monetary Theory and the Trade Cycle*, de F.A. Hayek: *La teoría monetaria y el ciclo econômico*, publicada pela Espasa-Calpe em 1936. A edição e Olariaga deste livro de Hayek inclui como Anexo uma tradução para espanhol (intitulada "Previsiones de Precios, Perturbaciones Monetarias e Inversiones Fracasadas") da versão original inglesa sobre "Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestments", que aparece como cap. IV da obra *Profits, Interest and Investment*, e que é indubitavelmente um dos artigos em que Hayek apresenta mais claramente a sua teoria do ciclo econômico (felizmente incluído na tradução espanhola de *Prices and Production — Precios y produción —* publicada em 1996). Também no fatídico ano do começo da Guerra Civil Espanhola foi publicada a primeira tradução para espanhol de *The Theory of Money and Credit*, de Ludwig von Mises — *Teoría del dinero y del crédito* (Tradução de Antonio Riaño, Editorial Aguilar, Madrid 1936). Não surpreende que a guerra tenha tornado muito reduzido o impato dessas obras na Espanha. Depois da guerra civil, merece destaque o resumo da teoria austríaca do ciclo feito por Richard von Strigl no seu *Curso medio de economia*, traduzido para espanhol por M. Sánchez Sarto e publicado pelo Fondo de Cultura Econômica, México 1941. Em 1947, aparece o livro de Emilio de Figueroa, *Teoría de los ciclos econômicos* (CSIC, Madrid 1947), em cujo Tomo II são apresentadas de forma comparativa as teorias dos ciclos de Hayek e Keynes (pp.44-63). Também a Fondo de Cultura Econômica se deve a tradução do livro de J. A. Estey, Tratado sobre os *Ciclos Económicos* (Fondo de Cultura Econômica, México 1948), cujo capítulo XIII explica ao pormenor o conteúdo da teoria austríaca. As últimas obras sobre este tema a serem traduzidas para espanhol foram *Prosperidad y depresión: análisis teórico de los movimientos cíclicos de* Gottfried Haberler, com tradução de Gabriel Franco e Javier Márquez, publicada pelo Fondo de Cultura Econômica em 1942 e que dedica o capítulo III à teoria monetária dos ciclos econômicos da Escola Austríaca; *La teoría pura del capital*, de F.A. Hayek, publicada pela Aguilar em 1946 e *La Acción Humana*: *Tratado de Economía*, de Ludwig von Mises, cuja 1.ª edição foi publicada em 1960 pela Fundación Ignacio Villalonga. Depois desses livros, em espanhol só resta mencionar o meu artigo "La teoría austriaca del ciclo económico", publicado no n.º 152 (março de 1980) de *Moneda y Crédito*, no qual é apresentada uma ampla bibliografia sobre este tema; e ainda o conjunto de ensaios de F. A. Hayek publicado com o título *¿Inflación o Pleno Empleo?*, Unión Editorial, Madrid 1976. Por ultimo, em 1996, surgiu a tradução para espanhol de Carlos Rodríguez Braun de *Prices and Production (Precios y produción)*, publicada pelas Ediciones Aosta e Unión Editorial.

artificial que advém da concessão de créditos bancários sem cobertura de um aumento prévio da poupança voluntária. Desta forma, conseguiremos plenamente trazer fenômenos tipicamente macroeconômicos (*boom*, crise econômica, depressão e desemprego) de volta às raízes e causas microeconômicas fundamentais. De seguida, analisaremos, um a um, os seis efeitos microeconômicos que explicam a reversão do processo de *boom* precipitado por qualquer expansão de crédito:

1. *A subida do preço dos fatores de produção originais*. — O primeiro efeito temporário da expansão de crédito é o do aumento do preço relativo dos fatores de produção originais (trabalho e recursos naturais). Esta subida decorre de duas causas distintas que se reforçam mutuamente. Por um lado, a maior demanda monetária de recursos originais por parte dos capitalistas das diferentes etapas do processo produtivo e que é possível graças aos novos créditos que lhes são concedidos pelo sistema bancário. Por outro lado, no que respeita à poupança, é preciso ter em conta que, quando se dá a expansão de crédito sem a cobertura de um aumento prévio da poupança, não são libertados fatores de produção originais das etapas mais próximas do consumo, como acontecia no processo iniciado por um aumento real da poupança voluntária que analisamos anteriormente. Assim, o resultado do aumento da procura de fatores originais de produção nas etapas mais afastadas do consumo, não acompanhado por um aumento da oferta, é uma inevitável subida gradual do preço de mercado dos fatores de produção. Em última instância, esta subida tende a acelerar em razão da própria concorrência entre os empresários das diferentes etapas do processo produtivo, que, pretendendo atrair recursos originais para os projetos, se dispõem a pagar preços cada vez mais altos pelos referidos fatores, preços esses que podem oferecer devido à nova liquidez que acabam de receber do sistema bancário em forma de créditos que esta criou do nada. Tal subida no preço dos fatores originais de produção faz com que os preços dos novos projetos de investimento acabados de iniciar comece a subir para lá do que estava originalmente previsto em orçamento. Porém, este efeito, por si só, ainda não é suficiente para acabar com a onda de otimismo, pelo que os empresários, que ainda se sentem seguros e cobertos pela sistema bancário, costumam seguir em frente com os projetos de investimento sem qualquer receio.[75]

2. *Subsequente subida do preço dos bens de consumo*. — Mais cedo ou mais tarde, o preço dos bens de consumo começa a subir de forma gradual, enquanto o preço dos serviços dos fatores de produção originais aumenta a ritmo mais lento (ou, por outras palavras, começa a cair em

[75] Na seção 11 do Capítulo VI veremos como a nossa análise não sofre alterações significativas mesmo que exista um volume substancial anterior de fatores produtivos não empregados.

termos relativos). A razão para este fenômeno pode ser encontrada na combinação das três causas seguintes:

a. Em primeiro lugar, o *crescimento do rendimento monetário dos fatores de produção originais*. De fato, se, como estamos admitindo, a taxa de preferência temporal dos agentes econômicos se mantiver estável e, logo, a proporção dos rendimentos que estes dedicam à poupança, a procura monetária de bens de consumo aumenta como resultado do acréscimo do rendimento monetário recebido pelos fatores de produção originais. Não obstante, este efeito explicaria apenas um aumento semelhante do preço dos bens de consumo se não fosse o caso de se combinar com os efeitos b) e c) seguintes.

b. Em segundo lugar, é preciso ter em conta que o alongamento dos processos produtivos e a maior demanda de fatores de produção originais nas etapas mais afastadas do consumo final dão origem, a curto e médio prazo, a um *abrandamento* da produção de novos bens e serviços de consumo. Esta diminuição do ritmo de chegada de novos bens de consumo à etapa final do processo produtivo pode ser explicada pelo fato de se retirarem fatores de produção originais das etapas mais próximas do consumo, o que provoca uma escassez relativa dos referidos fatores que afeta a produção e entrega *imediata* de bens e serviços de consumo final. Além disso, como explica a teoria do capital que esboçamos no início do capítulo, o alongamento generalizado dos processos produtivos e a incorporação nos mesmos de um maior número de etapas mais afastadas do consumo levará inevitavelmente a uma diminuição a curto prazo do ritmo de produção de novos bens de consumo, que durará todo o período necessário para completar os novos processos de investimento recentemente iniciados. É evidente que quanto mais longos forem os processos produtivos, mais etapas irão incluir, tornando-se mais produtivos. Mas, é também claro, que enquanto não terminarem, os novos processos de investimento não permitirão a chegada de um maior número de bens de consumo à etapa final. Por isso, o efeito do aumento do rendimento dos fatores de produção originais e, logo, da procura monetária de bens de consumo, combinado com o efeito do abrandamento ou da diminuição a curto prazo da chegada de novos bens de consumo ao mercado, explica que o preço dos bens e serviços de consumo acabe por crescer mais do que proporcionalmente, ou seja, mais rapidamente do que o aumento da rendimento dos proprietários dos fatores de produção originais.

c. Em terceiro lugar, temos de nos referir ao aumento da demanda monetária por bens de consumo que é provocada pelo apareci-

> mento de lucros empresariais artificiais resultantes do processo de expansão de crédito. A criação de créditos por parte do sistema bancário acarreta, em última instância, um acréscimo da oferta monetária e um aumento do preço dos fatores de produção e dos bens de consumo que acaba por distorcer o cálculo empresarial de perdas e ganhos. De fato, os empresários tendem a calcular os custos em função do custo histórico e do poder de compra das unidades monetárias antes do início do processo inflacionário. No entanto, computam os ganhos com base em rendimentos compostos por unidades monetárias com um poder de compra mais reduzido. Tudo isto leva a que surjam lucros substanciais completamente fictícios, o que cria uma *ilusão de prosperidade empresarial* que carece de sustentação e explica que os empresários comecem a usar lucros que, na verdade, não existiram, o que aumenta ainda mais a pressão da demanda monetária sobre os bens de consumo final.[76]

É importante ressaltar o efeito do aumento mais do que proporcional do preço dos bens de consumo em relação ao aumento do preço dos fatores de produção originais. Este é o fenômeno que passou mais despercebido a muitos teóricos, que, ao não compreenderem completamente a teoria do capital, não incluíram na análise o fato de que, quando se dedicam mais recursos produtivos a processos mais afastados do consumo que somente após um prolongado período de tempo começam a produzir resultados, se gera um efeito de diminuição do ritmo de chegada de novos bens de consumo à última etapa do processo de produção. Além disso, é um dos fenômenos distintivos mais importantes entre o processo de aumento da poupança voluntária que estudamos anteriormente (e que, por definição, dava origem a um aumento dos *estoques* de bens de consumo que ficavam por vender, tornando possível o sustento dos proprietários de recursos de produção originais enquanto se esperava pelo término dos novos processos produtivos) e o caso que estamos agora analisando, em que o alongamento dos processos produtivos é financiado pelos créditos criados do nada pela sistema bancário. Quando não existe um aumento prévio da poupança e, assim, não são libertados bens e serviços

---

[76] *"The additional demand on the part of the expanding entrepreneurs tends to raise the prices of producers' goods and wage rates. With the rise in wage rates, the prices of consumers' goods rise too. Besides, the entrepreneurs are contributing a share to the rise in the prices of consumers' goods as they too, deluded by de illusory gains which their business accounts show, are ready to consume more. The general upstream in prices spreads optimism. If only the prices of producers' goods had risen and those of consumers' goods had not been affected, the entrepreneurs would have become embarrassed. They would have had doubts concerning the soundness of their plans, as the rise in costs of production would have upset their calculations. But they are reassured by the fact that the demand for consumers' goods is intensified and makes it possible to expand sales in spite of rising prices. Thus they are confident that production will pay, notwithstanding the higher costs it involves. They are resolved to go on."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 553.

de consumo para permitir a manutenção da sociedade durante o processo de alongamento das etapas de produção e da transferência dos fatores originais das etapas mais próximas do consumo para as mais afastadas, o preço relativo dos bens de consumo tende a aumentar.[77]

3. *Aumento relativo substancial dos lucros contábeis das empresas das etapas mais próximas do consumo final.* — O aumento do preço dos bens de consumo a um ritmo mais rápido do que o do preço dos fatores de produção originais faz com que, em termos relativos, os lucros contábeis das empresas das etapas mais próximas do consumo cresçam mais do que os das empresas que desenvolvem a atividade nas etapas mais afastadas. De fato, nas etapas mais próximas do consumo, o preço relativo dos bens e serviços vendidos aumenta a um ritmo muito rápido, ao passo que os custos, embora também subam, não crescem a um ritmo tão elevado. Desta forma, o lucro contábil ou o diferencial entre rendimento e custos aumenta nas últimas etapas. Ao contrário, nas etapas mais afastadas do consumo, o preço dos bens intermediários produzidos em cada etapa não varia de forma significativa, ao passo que o custo dos fatores de produção originais empregados em cada etapa aumenta de forma contínua devido a maior demanda monetária por tais fatores, que, por sua se originam diretamente da expansão do crédito. Assim, o lucro das empresas dedicadas às etapas mais afastadas do consumo tende a diminuir, como resultado contábil de um aumento dos custos mais rápido do que o correspondente aumento das receitas. A combinação destes dois fatores tem por consequência começar a tornar evidente, ao longo de toda a estrutura produtiva, que *os lucros contábeis nas etapas mais próximas do consumo são relativamente mais elevados do que os das etapas mais afastadas*. Isto inicia um movimento espontâneo dos empresários para reconsiderar os investimentos e até duvidar de sua solidez. Retiram-nos dos projetos de capital-intensivo, que pouco antes haviam empreendido, para os direcionar novamente para as etapas mais próximas do consumo.[78]

[77] Como explica Hayek de forma tão concisa: "*For a time, consumption may even go on at an unchanged rate after the more roundabout processes have actually started, because the goods which have already advanced to the lower stages of production, being of a highly specific character, will continue to come forward for some little time. But this cannot go on. When the reduced output from the stages of production, from which producers' goods have been withdrawn for use in higher stages, has matured into consumers' goods, a scarcity of consumers' goods will make itself felt, and the prices of those goods will rise.*" F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., p. 88.

[78] "*Sooner or later, then, the increase in the demand for consumers' goods will lead to an increase of their prices and of the profits made on the production of consumers' goods. But once prices begin to rise, the additional demand for funds will no longer be confined to the purposes of new additional investment intended to satisfy the new demand. At first —and this is a point of importance which is often overlooked— only the prices of consumers' goods, and of such other goods as can rapidly be turned into consumers' goods, will rise, and consequently profits also will increase only in the late stages of production [...] The prices of consumers' goods would always keep a step ahead of the prices of factors.*

4 *"Efeito Ricardo"*. — Além disso, o aumento mais do que proporcional do preço dos bens de consumo em relação ao crescimento dos rendimentos dos fatores de produção originais faz com que, em termos relativos, os rendimentos reais destes fatores e, concretamente, os salários de trabalho, comecem a baixar. Esta redução dos salários reais ativa o "Efeito Ricardo", que já explicamos pormenorizadamente, mas que atua agora em sentido contrário ao que o vimos quando havia um aumento real da poupança voluntária. De fato, no caso da poupança voluntária, a diminuição temporária da demanda por bens de consumo dava origem a um aumento dos salários reais que tendia a impulsionar a substituição de trabalhadores por máquinas e, assim, a alongar as etapas produtivas, afastando-as do consumo e tornando-as mais capital-intensivas, mas *agora o efeito é exatamente o oposto*: o aumento do preço dos bens de consumo em uma proporção mais elevada do que o acréscimo dos rendimentos dos fatores de produção faz com que estes últimos, e especialmente os salários, diminuam em termos relativos, o que dá aos empresários um poderoso incentivo econômico para substituir, de acordo com o "Efeito Ricardo", máquinas e equipamento capital por trabalhadores. Dá-se assim uma diminuição relativa da demanda por bens de capital e de produtos intermédios das etapas mais afastadas do consumo, o que vem agravar ainda mais o problema latente de diminuição dos lucros contábeis (e até de perdas) que se tinha começado a fazer sentir nas etapas mais afastadas do consumo e que mencionamos no número anterior.[79]

That is, so long as any part of the additional income thus created is spent on consumers' goods (i.e. unless all of it is saved), the prices of consumers' goods must rise permanently in relation to those of the various kinds of input. *And this, as will by now be evident, cannot be lastingly without effect on the relative prices of the various kinds of input and on the methods of production that will appear profitable."* F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., pp. 377-378 (grifos nossos). Acrescente-se que em um ambiente de aumento da produtividade não se verificará um aumento dos preços (unitários) dos bens de consumo, mas sim um grande aumento no valor (monetário) das vendas e lucros globais das empresas mais próximas do consumo.

[79] Além disso, o Efeito Ricardo não é mais do que uma manifestação de que os novos projetos de investimento se maturam em um futuro demasiado distante, tendo em conta as circunstâncias reais do mercado, pelo que poderiam terminar por falta de rentabilidade. Como é lógico, o fato de que por via sindical e coativa se consiga alcançar um crescimento dos salários a um ritmo semelhante ao do aumento do preço dos bens de consumo em nada prejudica o nosso argumento, uma vez que continuariam a exercer o seu efeito as outras cinco razões que mencionamos no texto. E até o próprio "Efeito Ricardo", dado que, pelo menos em termos relativos, os preços dos fatores de produção usados nas etapas mais próximas do consumo será sempre mais reduzido do que o dos recursos usados nas etapas mais afastadas. Desta forma, o "Efeito Ricardo", que se baseia em uma comparação relativa de preços, continuaria a exercer o seu efeito (as etapas mais próximas do consumo continuariam a contratar em *termos relativos* mais mão-de-obra do que equipamento capital). Os aumentos coercivos dos rendimentos dos fatores de produção originais levariam apenas, em última instância, a que houvesse um crescimento significativo do volume do desemprego involuntário dos membros deste grupo, especialmente grave nas etapas mais afastadas do consumo.

Em suma, neste caso, o “Efeito Ricardo”[80] atua em um sentido contrário ao que tinha no caso do aumento da poupança voluntária. Nesse caso, vimos que um aumento da poupança dava origem a uma diminuição a curto prazo da procura e do preço dos bens de consumo e, logo, a um aumento dos salários reais que estimulava a substituição de trabalhadores por máquinas, o aumento da procura de bens de equipamento e um alongamento das etapas produtivas. Agora, vemos que o aumento, mais do que proporcional, do preço dos bens de consumo provoca uma diminuição dos salários reais, que encoraja os empresários a substituir máquinas por trabalhadores, o que baixa a procura de bens de equipamento e faz com que os lucros das empresas das etapas mais afastadas do consumo se reduzam ainda mais.[81]

5. *Aumento das taxas de juro dos créditos para um nível que chega a ser superior ao que tinham antes do início da expansão de crédito.* — O último efeito temporário é o aumento das taxas de juro do mercado de crédito. Este aumento ocorre, mais tarde ou mais cedo, quando o ritmo da expansão de crédito, sem cobertura de poupança real, deixa de crescer. Quando

---

[80] A primeira vez que Hayek se referiu expressamente ao “Efeito Ricardo” para explicar o processo de reversão dos efeitos iniciais da expansão de crédito, foi no seu ensaio “Profits, Interest and Investment”, incluído nas pp. 3-71 do livro com o mesmo título que publicou em 1939 (Routledge, Londres 1939). Em concreto, podemos ler uma muita concisa descrição do “Efeito Ricardo” na p. 13 deste ensaio, na qual Hayek afirma que: *“It is here that the ‘Ricardo Effect’ comes into action and becomes of decisive importance. The rise in the prices of consumers’ goods and the consequent fall in real wages means a rise in the rate of profit in the consumers’ goods industries, but, as we have seen, a very different rise in the time rates of profit that can now be earned on more direct labour and on the investment of additional capital in machinery. A much higher rate of profit will now be obtainable on money spent on labour than on money invested in machinery. The effect of this rise in the rate of profit in the consumers’ goods industries will be twofold. On the one hand it will cause a tendency to use more labour with the existing machinery, by working over time and double shifts, by using outworn and obsolete machinery, etc., etc. On the other hand, in so far as new machinery is being installed, either by way of replacement or in order to increase capacity, this, so long as real wages remain low compared with the marginal produtivity of labour, will be of a less expensive, less labour-saving or less durable type.”* O funcionamento do “Efeito Ricardo” nas fases mais expansivas do *boom* pode ver-se também, além do trabalho mencionado, no artigo “The Ricardo Effect” publicado em *Economica* em 1942 (IX, n.º 34, pp. 127-152), e ainda no já citado “Three Elucidations of the Ricardo Effect”, publicado em *Journal of Political Economy*, vol. 7-7, n.º 2, ano 1969. Sobre etse tema, são também interessantes os trabalhos de Laurence S. Moss e Karen I. Vaughn, “Hayek’s Ricardo Effect: A Second Look” (*History of Political Economy*, n.º 18:4, ano 1986, pp. 545-565), G.P. O’Driscoll, “The Specialization Gap and the Ricardo Effect: Comment on Ferguson”, publicado em *History of Political Economy*, vol. 7, Verão de 1975, pp. 261-269, y J. Huerta de Soto, “Ricardo Effet”, em *An Eponymous Dictionary of Economics: A Guide to Laws and Theorems Named After Economists,* J. Segura y C. Rodríguez Braun (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra 2004.

[81] Ou como explica Mises: *“With further progress of the expansionist movement the rise in the prices of consumers’ goods will outstrip the rise in the prices of producers’ goods. The rise in wages and salaries and the additional gains of the capitalists, entrepreneurs, and farmers, although a great part of them is merely apparent, intensify the demand for consumers’ goods* [...] *At any rate, it is certain that the intensified demand for consumers’ goods affets the market at a time when the additional investments are not yet in a position to turn out their produts. The gulf between the prices of present goods and those of future goods widens again. A tendency toward a rise in the rate of originary interest is substituted for the tendency toward the opposite which may have come into operation at the earlier stages of the expansion.”* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 558.

isto acontece, a taxa de juro tenderá a retomar os níveis mais elevados que tinha antes do começo da expansão de crédito. De fato, se, antes do início da expansão de crédito a taxa de juro se situava em cerca de 10 % e os novos créditos criados do nada pelo sistema bancário são colocados nos setores produtivos por meio da redução da taxa de juro a, digamos, 4% e facilitando os restantes requisitos "periféricos" para a concessão de créditos (garantias contratuais, etc.), é evidente que quando a expansão de crédito abrandar, dando-se o caso de não ter havido um aumento da poupança voluntária (como supomos), as taxas de juro voltarão a subir para o nível anterior (ou seja, no nosso exemplo, subirão de 4 para 10 %). Subirão até acima do nível que tinham antes do início da expansão de crédito (ou seja, acima da percentagem original de 10 %) como consequência da combinação dos efeitos dos dois fenômenos seguintes:

a. Por um lado, a expansão de crédito e o consequente aumento da oferta monetária tenderão, *ceteris paribus*, a elevar o preço dos bens de consumo, ou seja, a diminuir o poder de compra da unidade monetária. Assim, se os emprestadores pretenderem cobrar as mesmas taxas de juro em termos reais, terão de acrescentar uma componente por inflação, ou, por outras palavras, pela diminuição prevista do poder de compra da unidade monetária, à taxa de juro anterior ao início do processo de expansão de crédito.[82]

b. Além disso, há outra importante razão para que as taxas de juro voltem não só ao valor anterior mas até a um nível superior: na medida em que tenham comprometido recursos substanciais em novos projetos de investimento, os empresários que tenham começado o alongamento dos processos produtivos, apesar da elevação das taxas de juro, *estarão dispostos a pagar taxas de juro muito altas, desde que possam obter os fundos necessários terminar os*

[82] Além disso, o prêmio de risco começa a crescer à medida que surgem dúvidas sobre a viabilidade dos diferentes projetos de investimento. Já em 1928, Ludwig von Mises escrevia: "*The banks can no longer make additional loans at the same interest rates. As a result, they must raise the loan rate once more for two reasons. In the first place, the appearance of the positive price premium forces them to pay higher interest for outside funds which they borrow. Then, also they must discriminate among the many applicants for credit. Not all enterprises can afford this increased interest rate. Those which cannot run into difficulties.*" Ver: *On the Manipulation of Money and Credit*, Freemarket Books, Nova York 1978, p. 127. Esta é a tradução para inglês de Bettina Bien Greaves do livro publicado em 1928 por Ludwig von Mises com o título de *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Gustav Fischer, Jena 1928. A passagem que acabamos de mostrar em inglês encontra-se nas pp. 51-52 desta edição alemã que inclui toda a teoria de Mises sobre o ciclo econômico de forma detalhada e que foi publicada antes de *Prices and Production* e da edição alemã de *A teoria monetária e o ciclo econômico* de Hayek (1929). É curioso que Hayek quase nunca cite esta importante obra em que Mises elabora e aprofunda a teoria do ciclo, que só pôde desenvolver no seu livro *The Theory of Money and Credit* publicado dezesseis anos antes. Talvez esta omissão de Hayek tenha sido deliberada e tenha tido origem no desejo de fazer ver à comunidade científica que a primeira tentativa de aprofundamento da teoria misiana foram as suas obras sobre *Monetary Theory and the Trade Cycle and Prices and Production*, ultrapassando assim o tratamento já muito completo dado ao tema por Mises em 1928.

projetos que por erro empreenderam. Este é um aspecto importante que tinha passado completamente despercebido até ser estudado ao pormenor por Hayek em 1937.[83] Hayek demonstrou que o processo de investimento em bens de capital gera uma procura autônoma de bens de capital ulteriores, precisamente daqueles que têm um caráter *complementar* em relação aos já produzidos. Além disso, este fenômeno durará até que acabem as expectativas de que os processos de produção poderão ser terminados. Desta forma, os empresários irão dedicar-se à procura de novos créditos, independentemente do custo, antes de se verem forçados a reconhecer o fracasso e a abandonar definitivamente projetos de investimento nos quais comprometeram o próprio prestígio e quantidades substanciais de recursos. Como consequência de tudo isto, o aumento da taxa de juro no mercado de crédito que tem lugar no final do *boom* não é devido apenas a fenômenos monetários, como se pensava antes de Hayek, mas também a *fatores reais* que afetam a procura de novos créditos.[84] Em síntese, os empresários, empenhados em completar as novas etapas mais capital-intensivas que iniciaram e que começam a ver perigar, recorrem aos bancos procurando doses adicionais de créditos, que são oferecidos a juros cada vez mais elevados. Começam assim um "combate mortal" para obter financiamento adicional.[85]

[83] Ver F.A. Hayek, "Investment that Raises the Demand for Capital", publicado em *The Review of Economics and Statistics*, vol. XIX, n.º 4, Novembro de 1937 e reimpresso em *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 73-82.

[84] O próprio Hayek, referindo-se à subida das taxas de juro na etapa final do *boom*, afirma que: *"The most important cause pratically of such false expectations probably is a temporary increase in the supply of such funds through credit expansion at a rate which cannot be maintained. In this case, the increased quantity of current investment will induce people to expet investment to continue at a similar rate for some time, and in consequence to invest now in a form which requires for its sucessful completion further investment at a similar rate* [...] *And the greater the amount of investment which has already been made compared with that which is still required to utilise the equipment already in existence, the greater will be the rate of interest which can advantageously be borne in raising capital for these investments completing the chain."* F. A. Hayek, "Investment that Raises the Demand for Capital", ob. cit., pp. 76 e 80. Mises esclarece que o *boom* encontra seu fim quando os empresários começam a ter dificuldades para obter o financiamento de que precisam para os projetos de investimento: *"The entrepreneurs cannot procure the funds they need for the further condut of their ventures. The gross market rate of interest rises because the increased demand for loans is not counterpoised by a corresponding increase in the quantity of money available for lending."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 554.

[85] *"Entrepreneurs determined to complete their endangered long-term capital projects turn to the banks for more bank credit, and a tug-of-war begins. Producers seek new bank loans, the banking system acommodates the new loan demand by creating new money, produt prices rise ahead of wage costs. In each market period the process repeats itself, with produt prices always rising ahead of wages."* Laurence S. Moss y Karen I. Vaughn, "Hayek's Ricardo Effect: A Second Look", ob. cit., p. 554. Mises, por sua vez, explica o processo em *Human Action* da seguinte forma: *"This tendency toward a rise in the rate of originary interest and the emergence of a positive price premium explain some charateristics of the boom. The banks are faced with an increased demand for loans and advances on the part of business. The entrepreneurs are prepared to borrow money at higher gross rates of interest. They go on borrowing in spite of the fat that banks charge more interest. Arithmetically, the gross rates of interest are rising above their height on the eve of the expansion. Nonetheless, they lag catalatically behind the height at which*

6. *O aparecimento de perdas contabilísticas nas empresas das etapas relativamente mais afastadas do consumo: o inevitável advento da crise.*— A combinação dos cinco efeitos anteriores faz com que, mais cedo ou mais tarde, comecem a surgir perdas contábeis substanciais nas empresas que desenvolvem a atividade nas etapas relativamente mais afastadas do consumo. Tais perdas contábeis, comparadas com os lucros que se obtêm nas etapas mais próximas do consumo revelam final e inquestionavelmente os graves erros empresariais cometidos, bem como a necessidade imperiosa de os reconverter, por meio da paralisação e posterior liquidação dos projetos de investimento erroneamente empreendidos, retirando recursos produtivos das etapas mais afastadas do consumo para transferi-los de volta para as mais próximas.

Em suma, os empresários começam a notar que é necessário efetuar um reajustamento maciço da estrutura produtiva. Isto é, uma reconversão ou "reestruturação" por intermédio da qual saiam do projetos que empreenderam nas etapas industriais de bens de capital e que não conseguiram completar com sucesso, transferindo o remanescente dos recursos para as indústrias mais próximas do consumo. Torna-se necessário liquidar os projetos de investimento que não se revelaram rentáveis e transferir de forma maciça os recursos produtivos correspondentes, em especial a mão-de-obra, para as etapas mais próximas do consumo. *Surge, assim, a crise e a depressão econômica, basicamente por falta de poupança de recursos reais para completar projetos de investimento que, como se tornou claro, eram demasiado ambiciosos*. A crise manifesta-se em um *excesso de investimento* nas etapas mais afastadas do consumo, ou seja, nas indústrias de bens de capital (altos--fornos, estaleiros, construção, comunicações, novas tecnologias, etc.) e nas demais etapas que alargaram a estrutura de bens de capital; bem como em uma paralela *escassez relativa de investimento* nas indústrias mais próximas do consumo. A combinação dos dois erros tem como resultado o mau investimento generalizado dos recursos produtivos, ou seja, um investimento com um estilo, uma qualidade, uma quantidade e uma distribuição geográfica e empresarial próprios de uma situação em que a poupança voluntária é muito maior do que a que realmente havia. Em suma, os empresários investiram de forma ina-

they would cover originary interest plus entrepreneurial component and price premium. The banks believe that they have done all that is needed to stop 'unsound' speculation when they lend on more onerous terms. They think that those critics who blame them for fanning the flames of the boom-frenzy of the market are wrong. They fail to see that in injeting more and more fiduciary media into the market they are in fat kindling the boom. It is the continuous increase in the supply of the fiduciary media that produces, feeds, and acelerates the boom. The state of the gross market rates of interest is only an outgrowth of this increase. If one wants to know whether or not there is credit expansion, one must look at the state of the supply of fiduciary media, not at the arithmetical state of the interest rates." Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 558-559.

dequada, um montante indevido em lugares errados da estrutura produtiva, porque pensavam, *iludidos pela expansão de crédito do sistema bancário*, que a poupança da sociedade seria muito maior. Os agentes econômicos dedicaram-se a alargar as etapas mas intensivas em capital com a esperança de que, depois de terminados os novos processos de investimento, haveria um aumento muito significativo do fluxo final de bens e serviços de consumo. No entanto, o processo de alongamento da estrutura produtiva exige um período de tempo muito prolongado até que a sociedade possa beneficiar do correspondente aumento da produção de bens e serviços de consumo. Na verdade, os agentes econômicos não se estão dispostos a esperar tanto tempo, e mostram-no por intermédio de suas ações procurando os bens e serviços de consumo *agora*, ou seja, muito mais cedo do que seria de exigir para o término do alongamento iniciado na estrutura produtiva.[86]

A poupança da sociedade pode ser bem ou mal investida. A expansão de crédito criado a partir do nada pelo sistema bancário faz com que os empresários atuem como se a poupança da sociedade tivesse aumentado muito, precisamente o volume criado pelo sistema bancário na forma de novos créditos ou meios fiduciários. Os processos microeconômicos que analisamos nos pontos anteriores revelam, espontânea e inevitavelmente, o erro cometido. Este erro decorre do fato de que, durante muito tempo, os agentes econômicos acreditaram que a poupança disponível era muito maior do que a existente de fato. Esta situação é muito semelhante àquela em que se encontraria o nosso Robinson Crusoé da seção 1 se, ao poupar um cesto de amoras, que lhe permitiria construir um bem de capital durante um máximo de cinco dias sem ter de dedicar-se à colheita das mesmas, pensasse, *por um erro de cálculo*,[87] que com essa poupança poderia começar a construção da sua cabana. Depois de cinco dias a escavar os alicerces e a recolher os materiais, teria consumido as amoras do cesto sem ter sido capaz de terminar o seu ilusório pro-

---

[86] Nas palavras do próprio F.A. Hayek: *"The crux of the whole capital problem is that while it is almost always possible to postpone the use of things now ready or almost ready for consumption, it is in many cases impossible to anticipate returns which were intended to become available at a later date. The consequence is that, while a relative deficiency in the demand for consumers' goods compared with supply will cause only comparatively minor losses, a relative excess of this demand is apt to have much more serious effets. It will make it altogether impossible to use some resources which are destined to give a consumable return only in the more distant future but will do so only in collaboration with other resources which are now more profitably used to provide consumables for the more immediate future."* F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, pp. 345-346.

[87] É precisamente por isso que noutro local defendi que o ciclo econômico é um caso particular dos erros de cálculo econômico provocados pelo intervencionismo do estado na economia (neste caso, no campo monetário e do crédito). Ver: Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., pp. 111 e ss. Isto é, pode considerar-se que todo o conteúdo deste livro não é mais do que a aplicação ao caso particular do setor do crédito e financeiro do teorema da impossibilidade do cálculo econômico socialista.

jeto de investimento. Ou, seguindo um exemplo de Mises, o erro cometido é, em traços gerais muito semelhante aquele em que cairia um construtor se, calculando mal a quantidade de materiais à disposição, os usasse todos na construção dos alicerces, sendo assim forçado a deixar o imóvel inacabado.[88] Trata-se, portanto, como refere Hayek, de uma crise de *excesso de consumo* ou, por outras palavras, de *escassez de poupança*, que se revelou não ser suficiente para completar os investimentos mais capital-intensivos começados por erro. A situação seria semelhante à dos habitantes imaginários de uma ilha perdida que, tendo começado a construção de uma enorme máquina capaz de cobrir por completo as necessidades da população, tivessem esgotado todas as poupanças e o capital antes de a terminar ficando sem outro remédio a não ser abandonar temporariamente a construção e dedicar de novo toda a energia à procura dos alimentos diários necessários à sua subsistência, ou seja, sem contar com qualquer tipo de equipamento capital.[89] Como consequência de tudo isto, muitas fábricas acabam por fechar, especialmente nas etapas mais afastadas do consumo, uma grande quantidade de projetos de investimento começados errôneamente são paralisados e muitos trabalhadores despedidos. Além disso, o pessimismo se alastra por toda a sociedade e a ideia de que se está perante uma crise econômica inexplicável, pouco tempo depois de se ter começado a acreditar que o *boom* e o otimismo, longe de ter alcançado o auge, iriam ter uma duração ilimitada, desmoraliza até os que mais otimistas.[90]

---

[88] *"The whole entrepreneurial class is, as it were, in the position of a master-builder whose task it is to erect a building out of a limited supply of building materials. If this man overestimates the quantity of the available supply, he drafts a plan for the execution of which the means at his disposal are not sufficient. He oversizes the groundwork and the foundations and only discovers later in the progress of the constrution that he lacks the material needed for the completion of the structure. It is obvious that our master-builder's fault was not overinvestment, but an inappropriate employment of the means at his disposal."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 560.

[89] Ver Jesús Huerta de Soto, "La teoría austriaca del ciclo económico", em *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madrid 1994, cap. 13, p. 175. Hayek usa este exemplo com as palavras seguintes : *"The situation would be similar to that of a people of an isolated island, if, after having partially construted an enormous machine which was to provide them with all necessities, they found out that they had exhausted all their savings and available free capital before the new machine could turn out its produt. They would then have no choice but to abandon temporarily the work on the new process and to devote all their labour to producing their daily food without any capital."* F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., p. 94.

[90] *"The entrepreneurs must restrict their activities because they lack the funds for their continuation on the exaggerated scale. Prices drop suddenly because these distressed firms try to obtain cash by throwing inventories on the market dirt cheap. Fatories are closed, the continuation of constrution projects in progress is halted, workers are discharged. As on the one hand many firms badly need money in order to avoid bankruptcy, and on the other hand no firm any longer enjoys confidence, the entrepreneurial component in the gross market rate of interest jumps to an excessive height."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 562. Por sua vez, Mark Skousen assinala que na etapa recessiva, ocorrem os seguintes efeitos sobre o preço dos produtos das diferentes etapas: *primeiro*, as maiores descidas de preços e no emprego ocorrem normalmente nas empresas que se dedicam às atividades mais afastadas do consumo. Em *segundo lugar*, caem também os preços dos produtos das etapas intermediárias, se bem que em menor proporção. Em terceiro lugar, os preços de mercado se

Quadro V-6 **OFERTA E DEMANDA DE BENS PRESENTES**
(Depois da Crise Econômica provocada pela expansão de crédito sem cobertura de poupança)

Fornecedores de bens presentes (Poupadores)		***Consumidores de Bens Presentes (Fornecedores de Bens Futuros)***		
Capitalistas 1.ª etapa = 106,50 + 10,20 = 116,70	→	106,50 para Capitalistas 2.ª etapa	+	10,20 para fatores originais
Capitalistas 2.ª etapa = 80,00 + 13,72 = 93,72	→	80,00 para Capitalistas 3.ª etapa	+	13,72 para fatores originais
Capitalistas 3.ª etapa = 53,25 + 17,15 = 70,40	→	53,25 para Capitalistas 4.ª etapa	+	17,15 para fatores originais
Capitalistas 4.ª etapa = 26,50 + 20,36 = 46,86	→	26,50 para Capitalistas 5.ª etapa	+	20,36 para fatores originais
Capitalistas 5.ª etapa = 0 + 23,32 = 23,32	→			23,32 para fatores originais
		266,25		84,75
Oferta total de Presentes 351,00 u.m.	=	Poupança e Investimento (Brutos)	=	351,00 u.m. Demanda Total Bens de bens Presentes

Rendimento Bruto do Exercício = 483,7 (idêntico ao do Quadro V-5) 132,7 u.m. de consumo final + 351 u.m. de oferta e demanda de bens presentes (poupança de investimento bruto) = 483,7 u.m.

No Gráfico V-7, está representado estado da estrutura produtiva depois da crise e da recessão econômica provocadas pela expansão de crédito (sem cobertura de um aumento prévio da poupança voluntária) terem se tornado evidentes e depois de efetuados os reajustamentos necessários. Como podemos verificar, trata-se de uma estrutura produtiva *mais achatada*, em que existem apenas cinco etapas, uma vez que as duas etapas mais próximas do consumo desapareceram. Como vimos nos Gráficos V-5 e V-6, a expansão de crédito tinha permitido a sua edificação. Além disso, o Quadro V-6 mostra que, embora o rendimento bruto do exercício seja idêntico ao apresentado no Quadro V-5 (483,7 unidades monetárias), a distribuição entre a parte dedicada à procura direta de bens e serviços de consumo final e a procura de bens intermediários de produção variou em favor da primeira. De fato há agora 132 unidades monetárias de demanda monetária de bens de consumo, um terço mais do que as 100 unidades de demanda monetária que existiam no exemplo do Gráfico V-5 e do Quadro V-5. Entretanto, a demanda monetária global de bens intermédiários de produção baixou, passando de 383 para 351 unidades. Em suma, há uma estrutura mais "achatada" que, por ser menos capital-intensiva, dá origem a uma produção de bens e serviços de consumo mais baixa, que, ainda assim, tem uma demanda monetária mais elevada. Tudo isto gera um forte aumento do preço dos bens e serviços de consumo e um empobrecimento generalizado da sociedade. Esta situação torna-se evidente devido à descida, *em termos reais*, do preço dos diferentes fatores de produção, que, apesar do aumento nominal dos rendimentos monetários, acabam por perder substancialmente em termos reais, dado o crescimento mais rápido do preço dos bens de consumo. Além disso, a taxa de juro, ou taxa de lucro contábil que cada etapa tende atingir aumentou acima dos 13,5%, ou seja, para um nível que chega a ser superior à taxa de juro existente no mercado de crédito antes de sua expansão. Esta taxa reflete os efeitos do prêmio para compensar a diminuição do poder de compra do dinheiro, da maior concorrência existente entre os diferentes empresários, que precisam desesperadamente de novos empréstimos e do aumento dos componentes de risco, e da incerteza empresarial que influencia a taxa de juro sempre que o pessimismo e a desconfiança econômica se propagam.

É importante realçar que a estrutura produtiva com que se fica depois do ajuste necessário, e que quisemos ilustrar com o Gráfico V-7, não pode continuar a ser igual à que havia *antes* da expansão de crédito. Isto

---

reduzem globalmente, embora em menor proporção; e em quarto lugar e último lugar, o preço dos bens de consumo também tende a cair, embora em uma proporção muito menor do que a ocorrida no restante dos bens de que falamos. Além disso, é possível ainda que o preço dos bens de consumo, em vez de baixar, suba, se nos encontrarmos em um ambiente de recessão inflacionária. Ver: Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., p. 304.

porque *as circunstâncias se alteraram significativamente*. Por um lado, houve irremediáveis e significativas perdas de capital, visto que os escassos recursos da sociedade foram, em muitas ocasiões, canalizados em investimentos que não podem ser reestruturados e, portanto, destituídos de valor econômico. Isto provoca um empobrecimento generalizado da sociedade, que se manifesta em uma diminuição do equipamento essencial *per capita*, o que provoca uma diminuição da produtividade do trabalho e, consequentemente, uma redução ainda maior dos salários reais. Além disso, ocorre uma mudança na distribuição do rendimento entre os diferentes fatores de produção, assim como uma reestruturação de todos os processos de investimento que, tendo sido empreendidos por erro, conservavam ainda algum uso e valor econômico. Todas estas novas circunstâncias fazem com que a estrutura produtiva seja qualitativamente muito distinta e quantitativamente muito mais achatada e empobrecida do que a que existia antes dos bancos iniciarem a expansão de crédito.[91]

Em resumo, explicamos os fundamentos microeconômicos da reação espontânea que o mercado tende a produzir sempre que se verifica uma expansão de crédito sem cobertura de um aumento da poupança voluntária e que dá origem a ciclos sucessivos de auge e depressão que regularmente afetam as economias ocidentais desde há quase dois séculos (e até muito antes, como vimos no Capítulo II). Demonstramos ainda que *não existe qualquer possibilidade teórica que um aumento dos créditos pelo sistema bancário, que não seja coberto pelo correspondente aumento prévio da poupança voluntária, permita reduzir os sacrifícios exigidos por qualquer processo de crescimento econômico e promova e acelere esse crescimento sem*

---

[91] Fritz Machlup estudou aprofundadamente as causas que promovem o achatamento da estrutura produtiva e a razões por que, depois do reajustamento, esta é diferente e mais pobre do que a que existia antes da expansão de crédito: *"(1) Many capital goods are specific, i.e., not capable of being used for other purposes than those they were originally planned for; major losses follow then from the change in production structure. (2) Capital values in general —i.e., anticipated values of the future income— are reduced by higher rates of capitalization; the owners of capital goods and property rights experience, therefore, serious losses. (3) The specific capital goods serviceable as 'complementary' equipment for those lines of production which would correspond to the consumers' demand are probably not ready; employment in these lines is, therefore, smaller than it could be otherwise. (4) Marginal-value produtivity of labour in shortened investment periods is lower, wage rates are, therefore, depressed. (5) Under inflexible wage rates unemployment ensues from the decreased demand prices for labour"*. Ver Fritz Machlup, "Professor Knight and the 'Period of Production'", *Journal of Political Economy*, outubro de 1935, n.º 5, vol. 43, p. 623. Ludwig von Mises é, talvez, ainda mais taxativo a respeito da possibilidade de a nova estrutura produtiva ser semelhante à que existia antes da expansão de crédito, ao afirmar que: *"These data, however, are no longer identical with those that prevailed on the eve of the expansionist process. A good many things have changed. Forced saving and, to an even greater extent, regular voluntary saving may have provided new capital goods which were not totally squandered through malinvestment and overconsumption as induced by the boom. Changes in the wealth and income of various individuals and groups of individuals have been brought about by the unevenness inherent in every inflationary movement. Apart from any causal relation to the credit expansion, population may have changed with regard to figures and the charateristics of the individuals comprising them; technological knowledge may have advanced, demand for certain goods may have been altered. The final state to the establishment of which the market tends is no longer the same toward which it tended before the disturbances created by the credit expansion."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 563.

que os cidadãos decidam voluntariamente sacrificar-se e poupar.[92] Uma vez que estas conclusões são muito importantes, vamos dedicar a seção seguinte a analisar os efeitos específicos que têm sobre o setor bancário e, em especial, de que forma explicam que este não possa funcionar de forma autônoma (ou seja, sem a existência de um banco central) utilizando um coeficiente de reserva fracionário. Assim, terminaremos a análise teórica iniciada no capítulo III para demonstrar teoricamente que era impossível ao próprio sistema bancário se assegurar contra a suspensão de pagamentos e as falências por intermédio do coeficiente de reserva fracionário, uma vez que o pretenso seguro (o coeficiente de reserva fracionário) é precisamente o que aciona o processo de expansão de crédito, *boom*, crise e recessão econômica que acaba sempre por prejudicar a solvência e capacidade de pagamento dos bancos.

4
O SISTEMA BANCÁRIO, O COEFICIENTE DE RESERVA FRACIONÁRIA E A LEI DOS GRANDES NÚMEROS

A análise que fizemos até este ponto permite que nos pronunciemos sobre se é possível, como defende um setor da doutrina, aplicar a Lei dos Grandes Números para *assegurar* o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário. Trata-se, afinal, de responder ao argumento de que os bancos, de acordo com a Lei dos Grandes Números, não precisam de mais do que de dispor, como reserva de caixa, de uma fração do dinheiro que recebem em depósito para fazer frente aos pedidos de liquidez feitos pelos clientes. Este argumento constitui o cerne das doutrinas jurídicas que procuram

[92] Nas categóricas palavras de Laurence S. Moss e Karen I. Vaughn *"Any real growth in the capital stock takes time and requires voluntary net savings. There is no way for na expansion* of the money supply in the form of bank credit to short-circuit the process of economic growth." "Hayek's Ricardo Effect: A Second Look", ob. cit., p. 555 (grifos nossos). Talvez o artigo onde Hayek explica todo esse processo de forma mais sintética seja na obra "Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestment", publicado em 1933 e incluído no seu livro *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., p. 135-156. Na mesma linha, ver os trabalhos de Roger W. Garrison ilustrando graficamente a teoria austríaca do capital e dos ciclos e comparando-a com as exposições gráficas mais habitualmente utilizadas nos livros de texto de macroeconomia para demonstrar os modelos clássico e keynesiano, e, especialmente, "Austrian Macroeconomics: A Diagrammatical Exposition", originalmente publicado nas pp. 167-201 do livro *New Diretions in Austrian Economics*, Louis M. Spadaro (ed.), Sheed Andrews & McMeel, Kansas City 1978 (este trabalho foi depois reeditado como monografia independente pelo Institute for Humane Studies em 1978 e ampliado e generalizado no seu livro *Time and Money*, ob. cit.), e o trabalho de Ludwig M. Lachmann "A Reconsideration of the Austrian Theory of Industrial Fluctuations", originalmente publicado em *Economica*, n.º 7, maio de 1940, e incluído nas pp. 267-284 do livro *Capital, Expectations and the Market Process: Essays on the Theory of the Market Economy*, Ludwig M. Lachmann, Sheed, Andrews & McMeel, Kansas City 1977. Por fim, pode ser consultada a descrição sintética de todo o processo no meu artigo "La teoría austriaca del ciclo económico", obra já citada.

justificar o contrato bancário de depósito monetário irregular com reserva fracionária e que já estudamos criticamente no capítulo III.

A referência à Lei dos Grandes Números nesta área equivale a pretender aplicar os princípios da técnica dos seguros para cobrir o risco de levantamento dos depósitos, risco esse que se considera *a priori* é possível quantificar e que, por isso, é perfeitamente assegurável. No entanto, esta crença é teoricamente errada e baseia-se, como vamos ver, em uma concepção equívoca sobre a natureza dos fenômenos que nos ocupam. De fato, os fenômenos relacionados com a atividade bancária, longe de constituírem o tipo de fenômenos que correspondem ao mundo real e cujo risco é assegurável, encontram-se dentro da órbita da ação humana, imersos, portanto, em uma situação de incerteza (não de risco), que não é, pela sua própria natureza, tecnicamente assegurável.

Na verdade, no campo da ação humana, o futuro é sempre *incerto*, no sentido em que ainda está por construir e em que os atores que vão ser os protagonistas têm sobre ela apenas certas ideias, imagens mentais ou expectativas que esperam tornar realidade por intermédio da ação pessoal e da interação com os outros atores. Além disso, o futuro está aberto a todas as possibilidades criativas do homem, pelo que cada ator o enfrenta com uma *incerteza inevitável*, que poderá ser minorada graças aos comportamentos padronizados próprios e alheios (instituições) e ao bom exercício da função empresarial, mas nunca poderá ser eliminada totalmente.[93] A natureza aberta e inevitável da incerteza de que falamos faz com que não possam ser aplicadas ao campo da interação humana as noções tradicionais da probabilidade objetiva e subjetiva, nem tampouco a concepção bayesiana desenvolvida em torno desta última. Com efeito, o teorema de Bayes exige uma estrutura estocástica subjacente de natureza estável que é incompatível com a capacidade criativa do ser humano.[94] Isto acontece não só porque não se conhecem sequer todas as alternativas ou casos possíveis, mas também porque, além disso, o ator possui apenas determinadas crenças ou convições subjetivas — denominadas por Mises *probabilidades de casos ou eventos únicos*[95] — que à medida que sofrem modificações ou ampliações tendem a variar por surpresa, ou seja, de forma radical e não convergente, todo o mapa de crenças e conhecimentos do ator. Desta

---

[93] Ver neste sentido Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., pp. 46-47.

[94] "The Bayesian approach rules out the possibility of surprise". J.D. Hey, *Economics in Disequilibrium*, New York University Press, Nova York 1981, p. 99. No mesmo sentido, Emiel F.M. Wubben, no seu artigo "Austrian Economics and Uncertainty", manuscrito apresentado na *First European Conference on Austrian Economics* (Maastricht, abril de 1992, p. 13), afirma que: *"the conclusion to be drawn is the impossibility of talking about subjective probabilities that tend to objective probabilities. The dimensions are not on the same footing but cover different levels of knowledge."*

[95] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 110-118.

forma, o ator descobre continuamente situações completamente novas que antes não teria sequer sido capaz de intuir.

Esta concepção da incerteza, correspondente a fenômenos próprios do mundo da ação humana e, portanto, da economia é radicalmente diferente do conceito de risco que se dá no mundo da física e da ciência natural e pode resumir-se no Quadro V-7 seguinte:

Quadro V-7

Mundo da Ciência Natural	Mundo da Ação Humana
1. Probabilidade de classe: É conhecido ou pode ser conhecido o comportamento da classe, mas não o comportamento individual dos elementos.	1. "Probabilidade" de caso ou evento único: não existe classe, mas são conhececidos alguns fatores que afetam o evento único e não outros. A própria ação pode provocar ou criar o evento.
2. Existe uma situação de risco, assegurável para toda a classe.	2. Há incerteza inevitável, devido ao caráter criativo da ação humana. A incerteza não é, portanto, assegurável.
3. A probabilidade pode ser expressa em termos matemáticos.	3. A probabilidade não pode ser expressa em termos matemáticos.
4. Chega-se à probabilidade por meio da lógica e da investigação empírica. O teorema de Bayes permite aproximar a probabilidade de classe, à medida que aparece informação nova.	4. Descobre-se por meio da compreensão e estimativa empresarial. Cada nova informação modifica ex novo todo o mapa de crenças e expectativas (conceito de surpresa).
5. É objeto de investigação por parte do cientista natural.	5. Conceito típico utilizado pelo ator-empresário, ou pelo historiador.

É evidente que os fenômenos relativos ao levantamento mais ou menos maciço e imprevisto dos depósitos de um banco por parte dos clientes correspondem à esfera da ação humana e estão imersos em uma situação de incerteza que, pela sua natureza, não é tecnicamente assegurável. A razão técnico-econômica da impossibilidade de assegurar a incerteza radica, basicamente, no fato de que *a própria ação humana provoca ou cria os eventos que se pretende assegurar*. Ou seja, os fenômenos de levantamento de depósitos são inexoravelmente afetados pela existência do próprio seguro, pelo que não existe a necessária independência estocástica entre a existência do "seguro" (coeficiente de reserva fracionária pretensamente estabelecido em função da Lei dos Grandes Números e da experiência dos banqueiros) e a ocorrência do fenômeno (crise e pânico bancário que dão origem à retirada massiva de depósitos) que precisamente se pretende assegurar.[96]

[96] Referimo-nos, em suma, ao fenômeno de *moral hazard* ou risco moral, que já foi analisado em termos teóricos por M. V. Pauly ("The Economics of Moral Hazard", *American Economic Review*, vol. 58, 1968, pp. 531-537). No mesmo sentido, destaque-se o trabalho de Kenneth J. Arrow, "The Economics of Moral

A demonstração detalhada da estreita relação existente entre a tentativa de aplicar a Lei dos Grandes Números mantendo um coeficiente de reserva fracionário e o fato de que este "seguro" gera e fomenta, inevitavelmente, processos de levantamento de depósitos é simples e tornou-se possível graças ao desenvolvimento da teoria austríaca ou teoria monetária dos ciclos econômicos que vimos neste capítulo. De fato, a atividade bancária com reserva fracionária permite a concessão em massa de créditos sem a cobertura de um aumento prévio da poupança (expansão de crédito) e dá origem, como vimos, em um primeiro momento, a um alargamento e alongamento artificial da estrutura produtiva (ilustrado no sombreado do Gráfico V-6). No entanto, mais cedo ou mais tarde, e por razões microeconômicas que analisamos detidamente na seção anterior, ativam-se processos sociais que tendem a reverter os erros empresariais cometidos, voltando-se a uma estrutura de produção como a que ilustramos no Gráfico V-7. Neste gráfico, não só desaparecem por completo as novas etapas com as quais se tinha tentado alongar a estrutura produtiva (etapas sexta e sétima do Gráfico V-6), como são liquidados os "alargamentos" das etapas segunda a quinta, o que gera um empobrecimento geral da sociedade provocado pelo mau investimento dos escassos recursos reais guardados em poupança. Como consequência disso, um número significativo de receptores de empréstimos provenientes da expansão de crédito acabam por não ser capazes de os devolver e se convertem em *devedores em mora*, o que dá início a um processo em que se multiplicam quer as suspensões de pagamento quer as falências. A mora passa a afetar, assim, uma proporção substancial dos empréstimos concedidos pelos bancos. Com efeito, o valor de mercado dos projetos de investimento iniciados por erro se reduz a uma fração do inicial ou chega a desaparecer por completo, depois da emergência da crise e da demonstração de que esses projetos não deveriam ter sido iniciados.

Esta diminuição generalizada do valor de muitos bens de capital transfere-se para os ativos dos bancos em um volume que pode ser ilustrado graficamente com o montante dos empréstimos correspon-

---

Hazard: Further Comments", publicado originalmente em *Americam Economic Review*, vol. 58, 1968, pp. 537-553, onde Arrow continua as investigações sobre este fenômeno que tinha iniciado no seu artigo de 1963 sobre "Uncertainty in the Welfare Economics of Medical Care", *American Economic Review*, vol. 53, 1963, pp. 941-973. Segundo Arrow, o risco moral aparece sempre que *"the insurance policy might itself change incentives and therefore the probabilities upon which the insurance company has relied"*. Estes dois artigos de Arrow foram incluídos no seu livro *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, North Holland Publishing Company, Amsterdã, Londres e Nova York 1974, pp. 177-222 e em especial as pp. 201-204. Por fim, é necessário consultar o capítulo dedicado aos riscos não asseguráveis do notável livro de Karl H. Borch, *Economics of Insurance*, North Holland, Amsterdã e Nova York 1990, em especial as pp. 321 e 325-330, e o trabalho de J. E. Stiglitz "Risk, Incentives and Insurance: The Pure Theory of Moral Hazard", publicado em *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, n.º 26, ano 1983, pp. 4-33.

dentes à zona sombreada do Gráfico V-6. Este gráfico apresenta, em termos monetários, o alongamento e alargamento errôneo da estrutura produtiva que se procurou efetuar nas fases expansivas do ciclo econômico, graças ao financiamento fácil e barato dos créditos concedidos pela sistema bancário (sem qualquer cobertura de um aumento prévio da poupança real voluntária). *Assim como se tornam evidentes os erros cometidos e se abandonam, liquidam ou reestruturam os "alongamentos" e os "alargamentos" da estrutura produtiva, o valor dos ativos de todo o sistema baixa.* Além disso, esta diminuição do valor dos ativos do sistema bancário é gradualmente acompanhada por um processo de contração do crédito que já analisamos do ponto de vista contábil no fim do capítulo IV e que tende a agravar ainda mais os efeitos negativos da recessão sobre os ativos do sistema bancário. De fato, os empresários que felizmente conseguem salvar as próprias empresas da suspensão de pagamentos e da falência reestruturam os processos de investimento que iniciaram, paralisando-os, liquidando-os e acumulando liquidez necessária para devolver os empréstimos que obtiveram do sistema bancário. Acresce que o pessimismo e a desmoralização dos agentes econômicos[97] faz com que a solicitação e a concessão de novos créditos não seja capaz de compensar o ritmo a que estes são liquidados ou devolvidos. O resultado é uma grande contração de crédito.

Assim, a conclusão a tirar é a de que a depressão econômica provocada pela expansão de crédito promove uma diminuição generalizada do valor dos ativos contábeis do sistema bancário, precisamente no momento em que o otimismo e a confiança dos depositantes são menores. Ou seja, o valor dos empréstimos e de outros ativos do sistema bancário diminui devido à recessão e à falta de pagamento, ao passo que o passivo correspondente, os depósitos agora em poder de terceiros, permanece inalterado. Contabilisticamente, a situação patrimonial de muitos bancos se torna problemática e difícil, pelo que se começa a anunciar suspensões de pagamentos e falências. Como é lógico, do ponto de vista teórico, não é possível determinar *a priori* quais serão os bancos mais afetados em termos relativos. No entanto, é possível prever com segurança que aqueles que forem marginalmente menos solventes terão grandes dificuldades de liquidez e estarão à beira da suspensão de pagamentos e até da falência. Esta situação pode, muito facilmente, criar uma crise generalizada de confiança em todo o sistema bancário que pode levar a que os particulares decidam, em massa, levantar os depósitos, não apenas dos bancos com maiores

[97] *"The boom produces impoverishment. But still more disastrous are its moral ravages. It makes people despondent and dispirited. The more optimistic they were under the illusory prosperity of the boom, the greater is their despair and their feeling of frustration."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 576.

dificuldades relativas, mas também, por um efeito de contágio, de todos os outros. Com efeito, todos os bancos que operam com reserva fracionária são inerentemente insolventes, sendo as diferenças entre uns e outros apenas de grau e relativamente pequenas. Assim, a contração de crédito e financeira é inevitável. Este tipo de contração repetiu-se um várias ocasiões ao longo da história, desde que existem bancos que operam com reserva fracionária, como já vimos quando analisamos a crise econômica produzida pela sistema bancário em Florença no século XIV. Em todo o caso, ficou demonstrado que o sistema de reserva fracionária ativa, de forma *endógena*, processos que impossibilitam que se assegure a sistema bancário por meio da aplicação da Lei dos Grandes Números, provocando crises sistemáticas no sistema bancário, que, mais tarde ou mais cedo, lhes crias dificuldades insuperáveis. Assim, deixa de fazer sentido um dos argumentos mais usados para justificar tecnicamente a existência de um contrato que, tal como o de depósito bancário de dinheiro com reserva fracionária, possui, como vimos no capítulo III, uma natureza jurídica inadmissível, uma vez que tem origem única e exclusivamente na concessão de um privilégio por parte dos poderes públicos aos bancos privados.

Poderia pensar-se, errôneamente, que o significativo descumprimento bancário e a destruição generalizada de valores no ativo dos balanços dos bancos, resultado da crise econômica, poderiam ser compensados, sem nenhum problema contábil, pela correspondente eliminação dos depósitos que equilibram os referidos empréstimos no passivo. Não foi em vão que demonstramos no capítulo IV que a sistema bancário cria depósitos no processo de expansão de crédito. No entanto, economicamente, este argumento não é válido. Embora seja certo que a criação de oferta monetária em forma de depósitos por parte dos bancos se efetua, em um primeiro momento, juntamente com a criação de créditos (e ambos sejam concedidos aos mesmos atores), não é menos verdade que os receptores dos empréstimos se desfazem imediatamente das unidades monetárias recebidas, usando-as para pagar aos proprietários dos fatores de produção originais e aos fornecedores. Desta forma, os receptores diretos mantêm uma dívida para com o banco no valor dos empréstimos, mas os depósitos trocam de titulares logo de seguida. Aqui radica, precisamente, a *insolvência inerente* dos bancos que põe em perigo a sobrevivência durante as etapas de crise econômica aguda. De fato, os empresários titulares dos empréstimos cometem erros empresariais de forma generalizada que se tornam evidentes durante a crise. Esses erros consubstanciam-se em processos de investimento em bens de capital em que se materializam os empréstimos, cujo valor baixa drasticamente ou se perde totalmente, o que gera um substancial descumprimento e a perda de valor de grande parte dos ativos dos ban-

cos. No entanto, ao mesmo tempo, os titulares dos depósitos, que já são outros, mantêm os direitos intactos contra os bancos que iniciaram originalmente a expansão de crédito, pelo que o passivo dos bancos não pode ser eliminado ao mesmo ritmo da diminuição de valores no ativo. O resultado é um desajustamento contábil que leva à suspensão de pagamentos e à falência das instituições bancárias marginalmente menos solventes. Se o pessimismo e a falta de confiança se generalizam, a situação de insolvência pode chegar a afetar todos os bancos, gerando-se assim a terrível falência do sistema bancário e do sistema monetário baseado na sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário. Esta instabilidade inerente ao sistema bancário baseado na reserva fracionária é o fator que torna inevitável a existência de um banco central como emprestador de última instância, bem como que o sistema de completa liberdade bancária exija o regresso aos princípios tradicionais do Direito para o seu correto funcionamento e, logo, a manutenção de um coeficiente de caixa de 100%.

Ora, se a utilização de um contrato de depósito bancário de dinheiro que não cumpre a obrigação de manter um coeficiente de caixa de 100% pode até levar à ruína do sistema bancário (e de muitos dos clientes), como é que é possível que ao longo da história os banqueiros tenham insistido nesta forma de atuação? Os motivos e as circunstâncias que deram origem ao contrato de depósito bancário com reserva fracionária foram estudados nos três primeiros capítulos deste livro. Aí vimos que este tipo de contrato teve origem na concessão de um privilégio por parte dos governos aos banqueiros de forma a que estes pudessem utilizar os dinheiro dos depositantes em benefício próprio, a maior parte das vezes em forma de créditos concedidos ao próprio outorgante do privilégio, ou seja, o governo ou estado, sempre submetido a pressões de tipo financeiro. Se os governos tivessem definido e defendido adequadamente os direitos de propriedade dos depositantes, cumprindo assim a sua função essencial, esta tão anômala instituição nunca teria surgido.

Vamos agora tecer algumas considerações adicionais sobre o aparecimento do contrato de depósito bancário de moeda com reserva fracionária. Neste âmbito, realcemos a grande dificuldade teórica que, dada a natureza abstrata e difícil dos processos sociais relacionados com o crédito e a moeda, faz com que muito poucos cidadãos, até os mais envolvidos na matéria, não tenham sido capazes de analisar e compreender os efeitos que a expansão de crédito acaba por gerar. Pelo contrário, em geral, ao longo da história, sempre foram mais as vozes que consideraram positivos os efeitos da expansão de crédito sobre a economia, concentrando-se única e exclusivamente nos resultados mais visíveis e a curto

prazo (ondas de otimismo, *boom* econômico). Mas, que dizer dos próprios banqueiros que, ao longo da história, experimentaram várias crises e pânicos bancários que repetidamente puseram em perigo e chegaram até a pôr fim à sua atividade? Uma vez que os banqueiros sofreram no próprio corpo as consequências do exercício da sua atividade com um coeficiente de reserva fracionário, poderíamos ser levados a pensar que é de próprio interesse alterar a atividade, adaptando-a aos princípios tradicionais do Direito (ou seja, utilizando um coeficiente de caixa de 100%). Até Ludwig von Mises defendeu, em um primeiro momento esta ideia,[98] que, no entanto, não encontra justificação na experiência histórica, em que os bancos reincidiram, uma e outra vez, na reserva fracionária (apesar dos graves riscos que implica), nem na análise teórica. De fato, mesmo quando os banqueiros têm consciência de que o desenvolvimento do sistema utilizando uma reserva fracionária está, no longo prazo, condenado ao fracasso, a verdade é que a possibilidade de criar dinheiro do nada decorrente de qualquer expansão de crédito gera lucros exorbitantes, o que faz com que a tentação de reincidir na prática da reserva fracionária se torne insuportável. Além disso, *o banqueiro individual* não têm a certeza absoluta de que o seu banco será um dos bancos marginais que acabarão por sofrer um suspensão de pagamentos ou uma falência, uma vez que tem sempre a esperança de poder se retirar do processo antes do início da crise, solicitando a devolução dos empréstimos e evitando devedores. Ativa-se assim um processo típico de *tragédia de bens comuns*, que analisaremos mais detidamente no capítulo VIII e que, como se sabe, surge sempre que não são definidos adequadamente os direitos de propriedade de terceiros, tal como no caso que aqui nos ocupa. Por tudo isto, não surpreende que os bancos sintam uma tentação insuportável de expandir o crédito antes dos outros, tirando total proveito dos lucros dessa expansão e fazendo recair

---

[98] Ludwig von Mises confessava já em 1928 que *"I could not understand why the banks didn't learn from experience. I thought they would certainly persist in a policy of caution and restraint, if they were not led by outside circumstances to abandon it. Only later did I become convinced that it was useless to look to an outside stimulus for the change in the conduct of the banks. Only later did I also become convinced that fluctuations in general business conditions were completely dependent on the relationship of the quantity of fiduciary media in circulation to demand* [...] *We can readily understand that the banks issuing fiduciary media, in order to improve their chances for profit, may be ready to expand the volume of credit granted and the number of notes issued. What calls for a special explanation is why attempts are made again and again to improve general economic conditions by the expansion of circulation credit in spite of the spetacular failure of such efforts in the past. The answer must run as follows: Acording to the prevailing ideology of businessman and economist-politician, the redution of the interest rate is considered an essential goal of economic policy. Moreover, the expansion of circulation credit is assumed to be the appropriate means to achieve this goal."* "Monetary Stabilization and Cyclical Policy", incluído no livro *On the Manipulation of Money and Credit*, Freemarket Books, Nova York, 1978, pp. 135-136. Este trabalho é a tradução para inglês do importante livro publicado por Mises en 1928 com o título de *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Gustav Fischer, Jena 1928.

sobre os restantes bancos, de forma diluída, as muito perniciosas consequências da expansão de crédito.[99]

Por último, a impossibilidade teórica de assegurar o risco de levantamento de depósitos via um coeficiente de reserva fracionário explica também que, como veremos no capítulo VIII, tenham sido os próprios banqueiros os principais defensores da existência de um *banco central* que, como emprestador de última instância, pudesse garantir-lhes a sobrevivência durante as fases de sufoco, que a experiência já tinha demonstrado que surgiam recorrentemente.[100] Desta perspectiva, o nascimento da instituição do banco central aparece na história como uma consequência inevitável do próprio privilégio em virtude do qual se permite que os bancos emprestem a maior parte do dinheiro que recebem em forma de depósitos mantendo um coeficiente de reserva fracionário. É evidente que enquanto não for restabelecido o princípio tradicional do Direito, e, portanto, o coeficiente de reserva de 100%, será impossível prescindir do banco central e instaurar um verdadeiro sistema de sistema bancário livre submetida ao Direito e que não afete de forma negativa o curso da economia gerando regularmente etapas desestabilizadoras de expansão artificial e de crise econômica.[101]

[99] A primeira vez que tive a oportunidade de defender a tese de que a teoria da "tragédia dos bens comuns" devia ser aplicada ao negócio bancário foi na Reunión Regional de la Sociedad Mont-Pèlerin que teve lugar no Rio de Janeiro entre 5 e 8 de Setembro de 1993.Aí expliquei a aplicação do processo típico de "tragédia dos bens comuns" ao negócio bancário como algo evidente, uma vez que todo o processo de expansão tem origem, como sabemos, em um privilégio contrário ao direito de propriedade, dado que cada banco toma para si todos os lucros decorrentes da expansão de crédito, fazendo recair os custos correspondentes de forma diluída pelo resto dos bancos e por todo o sistema econômico. Além disso, e como veremos no capítulo VIII, um mecanismo de compensação bancária inserido em um sistema de sistema bancário livre pode impedir iniciativas individuais e isoladas de expansão, mas é inútil se todos, em maior ou menor medida, movidos pelo desejo de obtenção de lucro em um processo típico de "tragédia dos bens comuns" se deixarem levar pelo "otimismo" na concessão de créditos. Ver, sobre este tema, "Introdución Crítica a la Edición Española" à obra de Vera C. Smith *Fundamentos de la banca central y de la libertad bancaria*, Unión Editorial/Ediciones Aosta, Madrid 1993, nota de rodapé 16, p. 38.

[100] Poderia aqui trazer-se à colação toda a análise da "Escola da Escolha Pública" para explicar a forma como os bancos, como poderoso grupo de interesses, se mobilizaram para manter o privilégio, dar-lhe fundamento jurídico e conseguir apoio governamental sempre que foi necessário. Por isso, não surpreende que autores como Rothbard concluam que *"bankers are inherently inclined toward statism"*. Murray N. Rothbard, *Wall Street, Banks, and American Foreign Policy*, Center for Libertarian Studies, Burlingame, Califórnia 1995, p. 1. É também importante referir o fato de toda a literatura que surgiu no âmbito da economia financeira acerca dos efeitos econômicos dos contratos de depósitos à vista e que padece do problema de supor um banco se centrar na análise matemática do equilíbrio neoclástico e não estudar os efeitos das crise financeiras sobre o lado real da economia. Ver, Douglas W. Diamond e Philip H. Dybvig, "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, n.º 91, pp. 401-419; e mais recentemente Itay Goldstein e Ady Pauzner, "Demand-Deposit Contracts and the Probability of Bank Runs", *The Journal of Finance*, vol. LX, n.º 3, junho 2005, pp. 1293-1327, e toda a bibliografia aí citada.

[101] Assim, o banco central representa a prova histórica mais concreta do fracasso prático e teórico da tentativa de assegurar o levantamento de depósitos via reserva fracionária. O fato de se considerar necessário haver um emprestador de última instância para criar e proporcionar a liquidez necessária nos momentos

de apuro demonstra que essa garantia é impossível e que a única maneira de evitar as inevitáveis consequências da instituição do sistema bancário com reserva fracionária é mantendo uma instituição que tenha controle absoluto sobre o sistema monetário que possa criar a liquidez necessária. Ou seja, em última instância, o privilégio da reserva fracionária também é responsável pelo grande intervencionismo do banco central no sistema financeiro, que se situa assim à margem dos processos do mercado livre submetido aos princípios tradicionais do Direito. Percebe, assim, perfeitamente a razão da nossa afirmação no início deste livro, em que se dizia que o principal desafio teórico e prático da economia para o século que acaba de começar, é, exatamente, acabar com a intervenção e coação sistemática do estado e com os privilégios do sistema financeiro, submetendo-o aos mesmos princípios tradicionais do Direito que se exigem sem qualquer exceção aos restantes agentes econômicos que operam em um mercado livre.

Capítulo 6

Considerações Complementares Sobre a Teoria do Ciclo Econômico

Neste capítulo, vamos efetuar um conjunto de considerações adicionais que esclarecem diferentes aspectos relativos à teoria da circulação dos créditos dos ciclos econômicos e que pretendem, por um lado, completar, na medida do possível, a análise efetuada e, por outro, lançar luz sobre diferentes questões periféricas de grande interesse teórico e prático. A parte final do capítulo é dedicada a rever as evidências empíricas que ilustram e apoiam a teoria exposta nos capítulos anteriores.

1
Porque não ocorre a crise quando o investimento é financiado por poupança real (e não por expansão de crédito)

A crise econômica, e a consequente recessão, não surgem se o alongamento das etapas da estrutura produtiva que estudamos no capítulo anterior resultar de um aumento prévio da poupança voluntária e não de uma expansão de crédito iniciada pela banca sem cobertura de um aumento de poupança real. Efetivamente, o processo iniciado como consequência de um aumento sustentado da poupança voluntária impede todos os seis efeitos microeconômicos que surgem espontaneamente como reação à expansão de crédito e que revertem os efeitos do *boom* artificial criados inicialmente por essa expansão. De fato, nesse caso, não se verifica um aumento do preço dos fatores de produção originais. Pelo contrário, se os créditos têm a sua origem em um aumento da poupança real, a diminuição relativa do consumo imediato, resultado desta poupança, liberta um volume significativo de recursos produtivos no mercado de fatores de produção originais, que ficam disponíveis para serem usados nas etapas mais afastadas do consumo *sem haver necessidade de pagar por eles preços mais elevados*. Recordemos que, no caso da expansão de crédito, os preços subiam precisamente porque a expansão não advinha do aumento prévio da poupança, pelo que não eram libertados nas etapas próximas do consumo recursos de

produção originais e a única forma de os empresários mais afastados do consumo de conseguirem obter tais recursos era pagando, por eles, preços relativamente mais altos.

Se é verdade que o alongamento da estrutura produtiva tem origem em um aumento da poupança voluntária, também não é menos verdade que não há qualquer aumento no preço dos bens de consumo em uma proporção maior do que a correspondente aos fatores de produção. Pelo contrário, de início tende a haver uma diminuição sustentada no preço desses bens. De fato, o aumento da poupança implica sempre uma diminuição do consumo a curto prazo. Assim, não se verificará um aumento relativo dos lucros contábeis das indústrias mais próximas do consumo, nem uma diminuição dos lucros ou uma perda contábil nas etapas mais afastadas do consumo, pelo que o processo não sofrerá qualquer reversão nem haverá qualquer razão para o surgimento de uma crise. Além disso, o "efeito Ricardo" tem um papel a desempenhar, como vimos no capítulo V, uma vez que faz com que haja vantagem na substituição de mão de obra por equipamento capital, dado o aumento real dos salários provocado pela diminuição relativa no preço dos bens de consumo, que, por sua vez, tende a provocar o aumento da poupança. As taxas de juro de mercado não aumentam. Antes, tendem a baixar de forma *permanente*, refletindo assim a nova taxa de preferência temporal da sociedade, agora mais baixa, dada a tendência para a poupança. Além disso, qualquer elemento incluído na taxa de juro de mercado para compensar a alteração do poder de compra da moeda, quando o a poupança voluntária sobe, seria negativo, uma vez que a tendência, como já vimos, é a diminuição do preço dos bens de consumo (quer a curto, quer a longo prazo), pelo que o poder de compra da moeda tenderá a aumentar, o que será mais um elemento de pressão para que a taxa de juro nominal baixe. Acresce que, como o crescimento econômico baseado na poupança voluntária é são e sustentado, as componentes de risco e empresarial implícitas na taxa de juro tenderão também a baixar.

As considerações anteriores confirmam que a depressão surge por falta da poupança necessária para manter uma estrutura produtiva demasiado intensiva em capital, que se inicia devido à expansão de crédito promovida pelo sistema bancário e sem a correspondente cobertura dos agentes econômicos, que, em geral, não pretendem aumentar a poupança voluntária. Moss e Vaughn foram talvez os autores que, de forma mais sintética, expressaram a conclusão de toda a análise teórica deste processo:

Any real growth in the capital stock takes time and requires voluntary net savings. There is no way for the expansion of the money supply in the form of bank credit to short-circuit the process of economic growth.[1]

[1] Em português: "qualquer crescimento real no estoque de capital exige tempo e requer um aumento da

2
A possibilidade de atrasar o advento da crise: a explicação teórica do processo de recessão inflacionária (*estagflação*)

A chegada da depressão econômica pode ser adiada se forem concedidos créditos adicionais sem cobertura de poupança real a um ritmo crescente, ou seja, se o ritmo da expansão de crédito aumentar a uma velocidade que os agentes econômicos são incapazes de antecipar. O procedimento consiste em conceder doses adicionais de crédito bancário às empresas que tenham iniciado novos projetos de investimento, assim alargando e alongando as etapas do processo produtivo. Desta forma, é possível adiar momentaneamente o desencadeamento dos seis efeitos que tendem a reverter espontaneamente as consequências iniciais de toda a expansão de crédito no mercado. No entanto, embora seja possível atrasar a chegada da depressão por meio deste tipo de procedimentos, e até consegui-lo durante períodos de tempo relativamente longos,[2] esta estratégia está inevitavelmente condenada ao fracasso e tem o grave *custo* adicional de fazer com que, depois de surgir, a recessão seja muito mais dolorosa, duradoura e profunda.[3]

Para que esta estratégia de adiar a chegada da crise por meio da concessão adicional de créditos seja bem sucedida, é necessário que

poupança voluntária líquida. Assim, não existe qualquer possibilidade de que uma expansão da oferta monetária em forma de créditos bancários se possa converter em um atalho que permita acelerar o processo de crescimento econômico." Laurence S. Moss e Karen I. Vaughn, "Hayek's Ricardo Effect: A Second Look", ob. cit., p. 535.

[2] O próprio Hayek, comentando o advento da crise econômica do final dos anos setenta do século XX, reconhecia que *"my expectation was that the inflationary boom would last five or six years, as the historical ones had done, forgetting that then their termination was due to the gold standard. If you had no gold standard —if you could continue inflating for much longer— it was very difficult to predict how long it would last. Of course, it has lasted very much longer than I expected. The end result was the same."* Hayek refere-se ao processo inflacionário dos anos 1960 que se alargou a todo o mundo e foi agravado por circunstâncias históricas, como a guerra do Vietnã e outras, que alimentou quase sem limite a expansão de crédito a nível mundial, ativando um processo que não tardou a dar origem à grave depressão com inflação e alto volume de desemprego do final dos anos 1970 e início dos anos 1980. Ver: *Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue*, Stephen Kresge e Leif Wenar (eds.), Routledge, Londres 1994, p. 145.

[3] Murray N. Rothbard analisa a possibilidade de adiar a chegada da depressão da seguinte forma: *"Why do booms, historically, continue for several years? What delays the reversion process? The answer is that as the boom begins to peter out from an injection of credit expansion, the banks inject a further dose. In short, the only way to avert the onset of the depression-adjustment process is to continue inflating money and credit. For only continual doses of new money on the credit market will keep the boom going and the new stages profitable. Furthermore, only ever increasing doses can step up the boom, can lower interest rates further, and expand the production structure, for as the prices rise, more and more money will be needed to perform the same amount of work* [...] *But it is clear that prolonging the boom by ever larger doses of credit expansion will have only one result: to make the inevitably ensuing depression longer and more grueling."* Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 861-862.

a expansão de crédito se realize de forma progressivamente acelerada. Este princípio já foi manifestado por Hayek em 1934, quando afirmou que *"in order to bring about constant additions to capital, [credit] would have to increase* [...] *at a constantly increasing rate"*.[4] A necessidade deste aumento progressivo da taxa de expansão de crédito deriva do fato de que em cada período de tempo, esta taxa deverá ser superior ao aumento do preço dos bens de consumo, que resulta da maior procura monetária dos mesmos depois da subida do rendimento nominal dos fatores de produção originais. Assim, uma vez que grande parte do novo rendimento dos fatores originais provém diretamente da expansão de crédito, é preciso que esta aumente de forma progressiva para que *o preço dos fatores de produção esteja sempre à frente do preço dos bens de consumo*. Quando isto deixar de ser assim, os seis processos microeconômicos que revertem a estrutura produtiva, tornando-a mais curta e achatada, são desencadeados espontaneamente, surgindo assim, de forma irremissível, a crise e a depressão econômica.

Em todo o caso, os aumentos da expansão de crédito devem efetuar-se a um ritmo que não permita que sejam adequada e corretamente previstos pelos agentes econômicos, uma vez que se os agentes forem capazes de os antecipar corretamente, serão desencadeados também os seis efeitos de reversão já conhecidos. E se as expectativas inflacionárias se generalizarem, os preços dos bens de consumo começarão a subir, ainda mais rapidamente do que os dos fatores de produção. Além disso, as taxas de juro de mercado sofrerão uma acentuada subida, mesmo que a expansão de crédito continue a se intensificar (uma vez que as expectativas inflacionárias e de crescimento da taxa de juro serão imediatamente refletidas no valor de mercado).

Assim, a estratégia de acelerar a expansão de crédito para atrasar a crise não pode ser mantida indefinidamente e, mais cedo ou mais tarde, a crise acabará por surgir devido a um dos seguintes motivos, que podem funcionar como detonadores da crise e desencadeadores de recessão:

a. O ritmo da expansão de crédito abranda ou para, por receio, por parte dos bancos e das autoridades econômicas, de que seja desencadeada uma crise e de que o processo posterior de depressão seja ainda mais grave caso ocorra o caso de a inflação continuar a subir.

---

[4] F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., p. 150. Em português, o que Hayek diz é que *"para conseguir aumentos adicionais de capital, é necessário que a expansão de crédito se processe a uma taxa de aumento* constantemente crescente".

No momento em que o aumento do ritmo da expansão de crédito diminuir ou parar, serão desencadeados os seis processos microeconômicos que vimos e que conduzem à crise e ao reajustamento da estrutura produtiva.

b. A expansão de crédito se *mantém* a um ritmo de crescimento, que não aumenta suficientemente depressa para impedir os efeitos de reversão em cada período de tempo. Neste caso, apesar do crescimento contínuo da oferta monetária na forma de empréstimos, os seis efeitos descritos serão desencadeados. Surgirá assim uma crise e depressão econômica que virá acompanhada de um aumento significativo dos bens de consumo, inflação com crise, depressão e, logo, altas taxas de desemprego, que, para grande surpresa dos teóricos keynesianos, já foi experimentada pelo mundo ocidental tanto na depressão inflacionara de finais dos anos 1970 como, em menor grau, na recessão econômica de princípios dos anos 1990 e que foi batizada em inglês com o ilustrativo nome de *stagflaction* (ou, em português, recessão inflacionária ou "estagflação").[5]

Hayek demonstrou que a velocidade crescente do aumento do rendimento monetário dos fatores de produção dá origem a um aumento da procura de bens e serviços de consumo que acaba por limitar as possibilidades de se poder adiar a inevitável chegada da crise por meio de uma aceleração ulterior da expansão de crédito. Na verdade, mais tarde ou mais cedo, se chegará a um ponto a partir do qual o crescimento dos preços dos bens de consumo começará a ultrapassar o do próprio aumento do rendimento monetário dos fatores originais, embora isto possa ser devido ao abrandamento da chegada dos bens e serviços de consumo como consequência do "engarrafamentos" gerados pela tentativa de tornar a estrutura produtiva da sociedade mais intensiva em capital. A partir desse momento, o rendimento dos fatores de produção, e, concretamente, dos salários, começará a reduzir em termos relativos, pelo que interessará aos empresários substituir o maquinário por trabalhadores (agora relativamente mais baratos) e o "Efeito Ricardo" entrará em ação, pondo em dificuldades os projetos

[5] Mark Skousen assinala, e bem, que, em termos relativos, *a recessão inflacionária é um fenômeno universal*, uma vez que, em todas as recessões, o preço dos bens de consumo sofre um crescimento relativamente superior (ou um decréscimo inferior) ao dos fatores de produção. O crescimento generalizado dos preços nominais dos bens de consumo durante a fase de recessão ocorreu pela primeira vez na depressão dos anos 1970, e, depois, na recessão dos anos 1990 e tem origem no fato de a expansão de crédito, que alimentou ambos os processos, ter sido suficientemente grande nas diferentes etapas do ciclo para manter e criar expectativas inflacionárias no mercado dos bens e serviços de consumo, *inclusive nas etapas mais profundas da depressão* (aparte os típicos fenômenos atuais de crescimento descontrolado da despesa pública e do déficit e as transferências sociais maciças que fomentam o crescimento direto da demanda, e, logo, dos preços dos bens e serviços de consumo). Ver: Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 313-315.

de investimento em bens intensivos em capital e tornando inevitável o advento da recessão.[6]

c. Suponhamos, por último, que o sistema bancário não reduz, em nenhum momento, o ritmo de crescimento da expansão de crédito, fazendo exatamente o contrário, ou seja, aumentando-o constante e progressivamente, de forma a abortar qualquer sintoma do aparecimento de uma depressão. Ora, neste caso, e a partir do momento em que os agentes econômicos começem a notar que a inflação continuará a subir a um ritmo crescente, iniciar-se-á uma corrida generalizada em direção aos valores reais, uma subida exorbitante dos preços dos bens e serviços e, por fim, o colapso do sistema bancário, o que acontecerá quando o processo de hiperinflação acabar com o poder de compra da unidade monetária e os agentes econômicos começarem espontaneamente a utilizar outro tipo de dinheiro. Surgirão então, com toda a intensidade, os seis efeitos microeconômicos de reversão que já conhecemos, juntamente com uma depressão econômica grave que, ao doloroso reajustamento de uma estrutura produtiva totalmente distorcida, acrescentarão o tremendo custo e dano social que qualquer colapso do sistema monetário acarreta.[7]

---

[6] Hayek usou a seguinte analogia para explicar este fenômeno: *"The question is rather similar to that whether, by pouring a liquid fast enough into one side of a vessel, we can raise the level at that side above that of the rest to any extent we desire. How far we shall be able to raise the level of one part above that of the rest will clearly depend on how fluid or viscid the liquid is; we shall be able to raise it more if the liquid is syrup or glue than if it is water. But in no case shall we be at liberty to raise the surface in one part of the vessel above the rest to any extent we like. Just as the viscosity of the liquid determines the extent to which any part of its surface can be raised above the rest, so the speed at which an increase of incomes leads to an increase in the demand for consumers' goods limits the extent to which, by spending more money on the factors of production, we can raise their prices relative to those of the products."* F.A. Hayek, "The Ricardo Effect", *Economica*, IX, n.º 34, Maio de 1942, pp. 127-152. Reproduzido como capítulo XI de F.A. Hayek, *Individualism and Economic Order*, The University of Chicago Press, Chicago 1949, p. 241. Esta analogia é de novo usada por Hayek em 1969 no seu artigo "Three Elucidations of the Ricardo Effect", onde reitera que o efeito perturbador da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva manter-se-á enquanto a banca continuar a gerar dinheiro novo e enquanto este dinheiro entrar no sistema econômico por determinados lugares a uma taxa de crescimento progressivo. Hayek crítica Hicks por este pressupor que o choque inflacionário afeta "uniformemente" toda a estrutura produtiva, demonstrando que, se a expansão de crédito cresce a um ritmo superior ao do aumento dos preços, este processo *"can evidently go on indefinitely, at least as long as we neglect changes in the manner in which expectations concerning future prices are formed"* e conclui que: *"I find it useful to illustrate the general relationship by an analogy which seems worth stating here, though Sir John [Hicks] (in correspondence) did not find it helpful. The effect we are discussing is rather similar to that which appears when we pour a viscous liquid, such as honey, into a vessel. There will, of course, be a tendency for it to spread to an even surface. But if the stream hits the surface at one point, a little mound will form there from which the additional matter will slowly spread outward. Even after we have stopped pouring in more, it will take some time until the even surface will be fully restored. It will, of course, not reach the height which the top of the mound had reached when the inflow stopped. But as long as we pour at a constant rate, the mound will preserve its height relative to the surrounding pool — providing a very literal illustration of what I called before a fluid equilibrium."* F.A. Hayek, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, Londres 1978, pp. 171-173. Sobre o importante papel das expectativas neste processo ver Roger Garrison, *Time and Money*, ob. cit., caps. 1-4.

[7] Este processo foi já estudado por Ludwig von Mises na sua análise da hiper-inflação alemã dos anos

3
O CRÉDITO AO CONSUMO E A TEORIA DO CICLO

Podemos agora identificar as modificações, se é que existem, que teremos de realizar na nossa análise se, como acontece em economias modernas, uma parte significativa da expansão de crédito iniciada pelos bancos sem a cobertura de poupança voluntária se materializar em forma de créditos ao consumo. Esta análise têm uma grande importância teórica e prática, uma vez que chegou a ser defendido que, se a expansão de crédito recair inicialmente sobre o consumo e não sobre o investimento, não haverá razão para que se desencadeiem os efeitos econômicos recessivos que analisamos. Contudo, esta opinião está errada pelas razões que vamos apresentar nesta seção.

Em primeiro lugar, é preciso realçar que a maior parte do crédito ao consumo é concedida pelos bancos às economias domésticas para financiar a compra de bens de consumo *duradouro*. Já definimos acima que os bens de consumo duradouro não são mais do que verdadeiros bens de capital que permitem a prestação de serviços diretos ao consumo ao longo de um período muito dilatado de tempo. Por isso, *do ponto de vista econômico, a concessão de créditos para o financiamento de bens de consumo duradouro é indistinguível da concessão direta de créditos às etapas mais afastadas do consumo e intensivas em capital.* De fato, uma maior facilidade na concessão de crédito e uma diminuição das taxas de juro levarão a, entre outros efeitos, um aumento da quantidade, qualidade e duração dos chamados "bens de consumo duradouro", o que, simultaneamente, irá exigir um alargamento e alongamento das etapas produtivas envolvidas e, em particular, das mais afastadas do consumo.

Assim, o que nos resta é pensar de que forma devemos rever a nossa teoria do ciclo econômico caso aconteça de uma parte significativa

1920-1923. Mises chegou à seguinte conclusão: *"Suppose the banks still did not want to give up the race. Suppose, in order to depress the loan rate, they wanted to satisfy the continuously expanding desire for credit by issuing still more circulation credit. Then they would only hasten the end, the collapse of the entire system of fiduciary media. The inflation can continue only so long as the conviction persists that it will one day cease. Once people are persuaded that the inflation will* not *stop, they turn from the use of this money. They flee then to 'real values', foreign money, the precious metals, and barter."* Ludwig von Mises, "Monetary Stabilization and Cyclical Policy", incluído em *On the Manipulation of Money and Credit*, Free Market Books, Nova Iorque 1978, p. 129. E posteriormente, em *Human Action*, Mises conclui que: *"The boom can last only as long as the credit expansion progresses at an ever-accelerated pace. The boom comes to an end as soon as additional quantities of fiduciary media are no longer thrown upon the loan market. But it could not last forever even if inflation and credit expansion were to go on endlessly. It would then encounter the barriers which prevent the boundless expansion of circulation credit. It would lead to the crack-up boom and breakdown of the whole monetary system."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 555. O tratamento clássico do processo de hiperinflação alemã é o de Constantino Bresciani-Turroni, *Le vicende del marco tedesco*, Università Bocconi Editrice, Milão 1931, publicado em inglês com o título *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany* (1937), Augustus M. Kelley, Londres e Nova Iorque 1968.

da expansão de crédito se dedicar (ao contrário do que é habitual) a financiar não bens de consumo duradouro, mas o *consumo corrente* de cada exercício econômico (em forma de bens e serviços que satisfaçam diretamente as necessidades humanas e se esgotem durante o período em questão). Ora, neste caso, também não é necessário fazer modificações significativas na nossa análise, uma vez que, das duas uma: ou a expansão de crédito satisfaz uma procura de crédito mais ou menos contínua para financiar o consumo direto que já existia no sistema monetário — e neste caso, uma vez que os mercados de crédito são como "vasos comunicantes", a expansão libertaria a capacidade de conceder empréstimos a favor das etapas mais afastadas do consumo, promovendo assim os processos típicos de expansão e recessão que já conhecemos —; ou o impato dos créditos sobre o consumo corrente é exercido sem que seja libertada capacidade adicional de concessão de créditos para as etapas mais afastadas do consumo.

É apenas neste segundo caso, pouco relevante na prática, que se dá o efeito direto sobre a procura monetária de bens e serviços de consumo. De fato, o novo dinheiro provoca uma subida imediata dos preços dos bens de consumo e uma diminuição relativa dos preços dos fatores de produção. Activa-se assim o "Efeito Ricardo" e os empresários têm tendência para, em termos relativos, contratar mais trabalhadores, usando-os como substitutos das máquinas. *Inicia-se assim uma tendência para o achatamento da estrutura produtiva, sem que antes tenha havido um "boom" expansivo nas etapas mais afastadas do consumo.* Desta forma, a única alteração a fazer à nossa análise é que no caso de fomento direto do consumo por meio da expansão de crédito, torna-se claro que a estrutura produtiva existente mais afastada do consumo deixa de ser rentável em termos relativos, o que cria uma tendência para a liquidação das referidas etapas e para o achatamento generalizado da estrutura produtiva ao longo de um processo de econômico de empobrecimento que se opõe claramente ao que analisamos no início do capítulo V, onde estudamos os efeitos favoráveis que o aumento da poupança voluntária (ou da diminuição do consumo imediato de bens e serviços) exerce sobre o desenvolvimento econômico.[8]

[8] Fritz Machlup foi talvez quem de forma mais brilhante e sintética explicou este fenômeno, quando escreveu que: *"The view that the expansion of credit for financing the production of consumers' goods will not lead to disproportionalities of the kind associated with inflation can be disproved by the following argument. Either the consumers' goods industries would have borrowed on the money market, or the capital market, in the absence of any expansion of bank credit, in which case the satisfaction of their demand for funds by means of the credit expansion obviously implies that there is so much less pressure on the credit market, and that some producers' goods industry, which would not otherwise have obtained credit to finance an expansion, will be enabled to do so by this means* [...] *Or the consumers' goods industries would not have had any incentive to extend production in the absence of the credit expansion; in this case the fact that they now enter the market for producers' goods with relatively increased buying power as against all other industries... may lead to a change in the distribution of productive factors involving a shift*

Em todo o caso, a expansão de crédito dá sempre origem aos mesmo efeitos de mau investimento generalizado na estrutura produtiva, quer por meio de um alongamento artificial (no caso da expansão que afeta diretamente as etapas mais intensivas em capital ou o financiamento de bens de consumo duradouro), quer por meio de um encurtamento da estrutura produtiva existente (quando a expansão de crédito financia diretamente o consumo de bens não duradouros).[9]

4
O CARÁTER AUTO-DESTRUTIVO DOS *BOOMS* ARTIFICIAIS PROVOCADOS PELA EXPANSÃO DE CRÉDITO: A TEORIA DA "POUPANÇA FORÇADA"

Em um *sentido geral*, entende-se que a "poupança forçada" surge sempre que há um aumento da quantidade de dinheiro em circulação ou uma expansão de crédito bancário (não coberto por poupança voluntária), que é injetado no sistema econômico em alguma altura específica. Se o dinheiro ou o crédito se distribuíssem igualmente entre todos os agentes econômicos, não haveria qualquer efeito "expansivo", a não ser o da diminuição do poder de compra da unidade monetária em proporção com o aumento da quantidade de moeda. No entanto, se o dinheiro novo entrar no mercado em determinados pontos, então um número relativamente pequeno de agentes econô-

---

from the stages far from consumption to the stages near to consumption." Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, The Macmillan Company, Nova York 1940, pp. 192-193. F.A. Hayek, por sua vez, em *Prices and Production* (ob. cit., pp. 60-62) explica, seguindo os esquemas triangulares, de que forma a estrutura produtiva se irá forçosamente achatar, tornando-se menos intensiva em capital. e, assim, menos produtiva e mais pobre, se se fomentar diretamente o consumo por meio da concessão de créditos para o financiamento de bens e serviços de consumo corrente não duradouro.

[9] Este fenômeno, juntamente com a necessidade de explicar simplificadamente o processo de mau investimento sem ter de recorrer aos complexos raciocínios exigidos pela teoria do capital, levou a que, nos anos 1970, F. A. Hayek, modificasse ligeiramente a exposição popular de sua teoria do ciclo. Desta forma, no artigo "Inflation, the Misdirection of Labor, and Unemployment," escrito em 1975 (e incluído no livro, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, pp. 197–209), diz o seguinte: *"[T]he explanation of extensive unemployment ascribes it to a discrepancy between the distribution of labour (and the other factors of production) between the different industries (and localities) and the distribution of demand among their products. This discrepancy is caused by a distortion of the system of relative prices and wages"*. (p. 200). E, na autobiografia recentemente publicada de Hayek podemos ver como, nos últimos anos de vida, pensava que os ciclos modernos se caracterizavam pelo mau investimento que assumia formas diversas, não só pelo efeito da expansão de crédito nas etapas mais afastadas do consumo, mas também pelo fomento artificial do consumo e, em geral, por toda a despesa pública que desse origem a uma variação na estrutura produtiva que, em última instância, não poderia ter caráter permanente por não estar coberta pelo comportamento dos consumidores, concluindo que: *"So much of the credit expansion has gone to where government directed it that the misdirection may no longer be of an overinvestment in industrial capital but may take any number of forms. You must really study it separately for each particular phase and situation* [...] *But you get very similar phenomena with all kinds of modifications."* F. A. Hayek, *Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue*, ob. cit., p. 146.

micos recebe as novas unidades monetárias em primeiro lugar. Isto permite que estes agentes econômicos gozem temporariamente de uma capacidade de compra maior, uma vez que dispõem de um maior número de unidades monetárias para comprar bens e serviços de mercado que ainda não tenham sofrido o impacto pleno da inflação e que, portanto, ainda não tenham visto o preço subir. Assim, o processo dá origem a uma *redistribuição do rendimento* a favor daqueles que recebem primeiro as novas injeções ou doses de unidades monetárias e *em prejuízo do resto dos cidadãos*, que verifica que, com o mesmo rendimento monetário, o preço dos bens e serviços que adquirem começa a subir. Este segundo grupo maioritário de agentes econômicos se vê afetado pela "poupança forçada", uma vez que os rendimentos monetários crescem a um ritmo mais lento do que o aumento dos preços, pelo que se veem obrigados, *ceteris paribus*, a restringir o consumo.[10]

Ora, se este fenômeno de poupança forçada provocado pela injeção de dinheiro em determinados lugares do mercado leva a uma aumento ou a um decréscimo líquido da poupança geral e voluntária da sociedade dependerá das circunstâncias particulares de cada caso histórico. De fato, se aqueles que vêm os seus rendimentos aumentarem (os que recebem primeiro o novo dinheiro criado) consomem uma proporção dos mesmos superior à que consumiam aqueles que veem os próprios rendimentos reais diminuir, então haverá um efeito de diminuição global da poupança. É também preciso ter em conta que os que saem beneficiados podem ter uma propensão alta para a poupança, o que pode levar a um efeito final positivo. Em todo o caso, existem outras forças ativadas pelo processo inflacionário que impedem a poupança: a inflação falsifica o cálculo econômico gerando lucros contábeis fictícios que, em maior ou menor grau, serão consumidos.

[10] Assim, o conceito mais geral de poupança forçada coincide com a expropriação forçada a que, de forma diluída, os bancos submetem a maioria dos cidadãos e autoridades monetárias, quando decidem expandir o crédito e o dinheiro, diminuindo o poder de compra das unidades monetárias dos particulares em relação ao valor que teriam se essa expansão de crédito e monetária não tivesse sido efetuada. Os resultados deste saque social podem ou dilapidar-se por completo, se forem gastos em bens e serviços de consumo pelos seus receptores ou se se materializarem em investimentos completamente errôneos, ou converter-se em ativos empresariais e outros, que, *de fato* e de forma direta ou indireta, passam a ser controlados pelo sistema bancário ou pelo Estado. Na Espanha, a primeira pessoa a analisar corretamente este processo inflacionário de expropriação foi o padre Juan de Mariana na obra *De monetae mutatione* publicada em 1609. Dizia o seguinte: "se o príncipe não é senhor, mas administrador dos bens de particulares, nem de uma forma nem de outra poderá tirar-lhes parte das suas propriedades, *como se faz sempre que se desvaloriza a moeda*, uma vez que lhes é dado menos por mais; e se o príncipe não pode criar impostos contra a vontade dos vassalos nem criar monopólios, também não poderá fazê-lo desta forma, porque é tudo a mesma coisa e tudo e tudo é tirar ao povo os bens, por mais que se disfarce com dar mais valor legal ao metal do que o que ele vale em si mesmo, que tudo são invenções aparentes e douradas, e tudo vai dar o mesmo resultado". Juan de Mariana, *Tratado e discurso sobre la moneda de vellón que al presente se labra en Castilla e de algunos desordenes e abusos*, edição com um "Estudio Introductorio" de Lucas Beltrán, publicada pelo Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid 1987, p. 40 (itálico acrescentado).

Assim, *a priori* não pode se estabelecer teoricamente caso o resultado de um aumento da quantidade de moeda em circulação injetado em lugares concretos do sistema econômico dará origem a um aumento ou a uma diminuição da poupança global da sociedade.[11]

Em *sentido estrito*, poupança forçada deve ser entendida como o alongamento (longitudinal) e o alargamento (lateral) das etapas de bens de capital da estrutura produtiva empreendidos como consequência da expansão de crédito iniciada pelo sistema bancário sem cobertura de poupança voluntária. Como sabemos, este processo dá origem, em um primeiro momento, a um aumento do rendimento do fatores de produção originais e, mais tarde, a um aumento mais do que proporcional do preço dos bens de consumo. De fato, a teoria monetária dos ciclos econômicos explica as razões de teoria microeconômica que fazem com que a tentativa de forçar uma estrutura produtiva mais capital intensiva, sem que exista a correspondente cobertura de poupança voluntária, esteja condenada ao fracasso e tenha inevitavelmente de reverter dando origem a crises e depressões econômicas. É quase certo que este processo acabe por provocar uma redistribuição dos recursos que modifica, de alguma forma, a taxa global de poupança voluntária existente antes da expansão de crédito. *No entanto, a menos que todo o processo seja acompanhado por aumento independente e voluntário da poupança voluntária em um valor pelo menos igual ao crédito criado de novo pelo sistema bancário, não será possível manter e terminar as novas etapas mais intensivas em capital e surgirão os típicos efeitos de rever-*

[11] Joseph A. Schumpeter atribuiu a Ludwig von Mises expressão “indubitavelmente feliz” de *poupança forçada* (em alemão, *Erzwungenes Sparen* o *Zwangssparen)* na sua *Teoria do desenvolvimento económico: uma investigación sobre lucros, capital, crédito, juros e ciclo económico*, publicada pela primeira vez em alemão em 1912, e cuja edição em espanhol, de Jesús Prados Arrarte, foi publicada pelo Fondo de Cultura Económica, México, 1944 (a versão inglesa é *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1968). Por seu lado, Mises reconhece ter descrito o fenômeno, já em 1912, na primeira edição alemã da sua *Teoria da moeda e do crédito*, embora indique acreditar não ter utilizado a expressão concreta que Schumpeter lhe atribui. Em todo o caso, devemos a Ludwig von Mises uma cuidadosa análise do fenômeno de poupança forçada, bem como a demonstração teórica de que é impossível predeterminar se, como resultado do aumento da quantidade de moeda em circulação, haverá ou não um crescimento líquido da poupança voluntária. Ver, neste sentido, *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., pp. 120, 122 e 126-127. E também *Human Action*, ob. cit., pp. 148-150. O primeiro tratamento de Mises se encontra em *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 386). Embora continuemos a atribuir a Mises a paternidade do termo “poupança forçada”, a expressão muito semelhante “frugalidade forçada” (“*forced frugality*”) tinha já sido utilizada por Jeremias Bentham em 1804 (ver o artigo de F.A. Hayek “A Note on the Development of the Doctrine of ‘Forced Saving’”, publicado como cap. VII de *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 183-197). Na Espanha, escreveram sobre a poupança forçada Francisco Cabrillo (ver o seu artigo “Los economistas e la ética del ahorro”, *Papeles de Economía Española*, n.º 47, 1991, pp. 175-176). Como demonstrou Roger Garrison, existe uma certa disparidade entre o conceito de poupança forçada de Mises (que equivale ao nosso conceito “em sentido geral”) e o conceito de poupança forçada utilizado por Hayek (que vamos denominar conceito “em sentido estrito”), de forma que *“what Mises termed malinvestment is what Hayek called forced savings”*. Ver Roger Garrison, “Austrian Microeconomics: A Diagrammatical Exposition”, *New Directions in Austrian Economics*, ob. cit., p. 196.

são que já estudamos detidamente, juntamente com a crise e a recessão econômica. Além disso, nesse processo, é dilapidado um grande número de bens e recursos escassos da sociedade, tornando-a mais pobre, o que faz com que, em última instância, o mais provável seja que, em geral, a poupança voluntária da sociedade tenda a diminuir. Em todo o caso, e exceto em crescimentos de grande magnitude, autônomos e imprevistos, da poupança *voluntária*, que para os efeitos desta discussão não consideramos na análise teórica (que, além disso, é sempre, como sabemos *ceteris paribus)*, a expansão de crédito provocará um *boom* auto-destrutivo, que mais cedo ou mais tarde, irá reverter em uma crise ou recessão econômica. Isto demonstra a impossibilidade de *forçar* o desenvolvimento econômico da sociedade fomentando artificialmente o investimento e financiando-o inicialmente por meio de expansão de crédito, no caso de os agentes econômicos não estarem dispostos a cobrir voluntariamente essa política aumentando o volume de poupança. Assim, não é possível que o investimento da sociedade seja superior à sua poupança voluntária (o que seria uma definição alternativa do fenômeno de poupança forçada, mais de acordo com a análise keynesiana, como refere F. A. Hayek). [12] Pelo contrário, independentemente do volume final de poupança ou investimento da sociedade (por força, sempre idênticos *a posteriori*), a tentativa de *forçar* um investimento superior à poupança não leva a mais do que ao mau investimento generalizado dos recursos poupados do país e a uma crise econômica que acaba sempre por empobrecê-lo.[13]

5
Dilapidação do capital, capacidade ociosa e mau investimento dos recursos produtivos

A consequência essencial da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva consiste, em última instância, na descoordenação do comportamento dos diferentes agentes econômicos. De fato, os empresários começam a ampliar as etapas produtivas tornando-as mais intensivas em capital, ao passo que os demais agentes econômicos não estão dispostos a segui-los sacrificando o consumo e aumentando o volume global da poupança voluntária. Este desajuste ou

[12] Ver F.A. Hayek, "A Note on the Development of the Doctrine of 'Forced Saving'", ob. cit., p. 197. Ver também os comentários sobre Cantillon e Hume no próximo Capítulo VIII.

[13] Fritz Machlup recolheu até 34 conceitos diferentes de "poupança forçada" no seu trabalho "Forced or Induced Saving: An Exploration into its Synonyms and Homonyms", *The Review of Economics and Statistics*, vol. XXV, n.º 1, fevereiro de 1943, reeditado em Fritz Machlup, *Economic Semantics*, Transaction Publishers, Londres 1991, pp. 213-240.

descoordenação, que tem origem em uma agressão sistemática ao processo de interação social (constituída pelo privilégio concedido pelos governos aos bancos para que atuem com um coeficiente de reserva fracionária no contrato de depósito à vista), gera inevitavelmente um processo de crise que, mais cedo ou mais tarde, põe fim aos erros empresariais cometidos. Contudo, o processo exige tempo e é inevitável que, quando termine, tenha havido equívocos significativos que se tornaram *irreversíveis*.

Os erros consistem no empreendimento e na tentativa de culminação de um conjunto de projetos de investimento que envolvem um alongamento e um alargamento da estrutura de bens de capital que, no entanto, não é possível concluir por falta de recursos reais poupados. Além disso, uma vez que os recursos e fatores de produção originais se materializem em bens de capital, estes se tornam, em maior ou menor grau, *inconvertíveis*. Isto significa que muitos bens de capital passarão a ter um valor nulo assim que se torne evidente que não existe demanda por eles, que foram elaborados por erro e que nunca deveriam ter sido produzidos. Será possível continuar a utilizar outros, mas só depois de serem submetidos a uma remodelação dispendiosa. É ainda possível que se consiga terminar a produção de outros, mas dada a *complementaridade* exigida pela estrutura de bens de capital, podem nunca chegar a entrar em funcionamento, se os recursos complementares necessários não chegarem a ser produzidos. Por fim, pode também ocorrer o caso de ser possível reconverter os bens de capital por um custo relativamente reduzido, embora esses casos sejam, sem dúvida, uma minoria.[14] Nasce assim, como sabemos, um mau investimento generalizado (*malinvestment*) dos escassos recursos produtivos da sociedade e, por conseguinte, uma perda dos escassos bens, que tem origem na *informação distorcida* recebida durante um determinado período de tempo pelos empresários na forma de obtenção mais fácil de créditos a taxas de juro relativamente mais reduzidas.[15] Também é possível que muitos processos de inves-

[14] Em princípio, e como regra prática, pode ser dito que quanto mais perto estiver do bem final de consumo, mais difícil de reconverter será um bem de capital. De fato, todas as ações humanas são tão mais irreversíveis quanto mais perto se encontrarem do bem final de consumo: uma casa produzida por erro será uma perda quase irreversível, ao passo que o uso dos tijolos é mais facilmente alterado, caso se torne evidente, durante a construção, que utilizá-los na construção da casa é um erro.

[15] Confirma-se assim que a teoria do ciclo não é mais do que a aplicação, ao caso particular do impacto da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva, da teoria sobre os efeitos descoordenadores da coação institucional apresentada no meu livro *Socialismo, cálculo económico e función empresarial* (ob. cit., e em especial as pp. 111-118). À mesma conclusão chega Ludwig M. Lachmann quando afirma que o mau investimento é *"the waste of capital resources in plans prompted by misleading information"*, acrescentando que, embora se consiga terminar muitos bens de capital, estes *"will lack complementary factors in the rest of the economy. Such lack of complementary factors may well express itself in lack of demand for its services, for instance where these factors would occupy 'the later stages of production'. To the untrained observer it is therefore often indistinguishable from 'lack of effective demand'."* Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 66 e 117-118.

timento iniciados fiquem a meio, dado o abandono a que são votado antes de serem terminados, quando os promotores percebem que não poderão continuar a obter novos recursos financeiros necessários para seu término, ou quando reconhecem que, embora possam continuar a obter créditos, esses processos de investimento não têm viabilidade econômica. Em suma, o mau investimento generalizado se manifesta na não utilização de muitos bens de capital, na não finalização de muitos processos de investimento iniciados, ou na utilização dos bens de capital produzidos de uma forma diferente da prevista originalmente. Dilapida-se, desta forma, grande parte dos recursos escassos da sociedade, pelo que esta empobrece generalizadamente e vê o nível de vida diminuir em termos reais.

Muitos economistas interpretaram erradamente o fato de uma parte significativa dos erros cometidos se materializar em bens de capital já terminados, que, porém, não podem ser utilizados por falta dos correspondentes bens complementares de capital ou do capital circulante necessário. De fato, muitos consideram que este fenômeno de "capacidade ociosa" é uma demonstração *prima facie* de que é necessário aumentar o consumo global para pôr em funcionamento a *capacidade ociosa* que foi desenvolvida, mas ainda não é utilizada. Não notam que, como refere Hayek,[16] a existência de "capacidade ociosa" em muitos processos produtivos (mas, especialmente, nos mais afastados do consumo, como as indústrias de construção, telecomunicações, alta tecnologia e, em geral, de bens de capital) não prova, de forma alguma, que exista um excesso de poupança e que o consumo seja insuficiente. Pelo contrário, é um *sintoma* de que não podemos utilizar o capital produzido por erro na sua totalidade, uma vez que a procura imediata de bens e serviços de consumo é tão urgente que não nos podemos dar ao luxo de produzir os bens de capital complementares ou o capital circulante necessários para aproveitar e pôr em funcionamento essa capacidade ociosa. Em síntese, a crise acontece como resultado de um excesso relativo de con-

[16] Nas palavras do próprio F. A. Hayek: *"The impression that the already existing capital structure would enable us to increase production almost indefinitely is a deception. Whatever engineers may tell us about the supposed immense unused capacity of the existing productive machinery, there is in fact no possibility of increasing production to such an extent. These engineers and also those economists who believe that we have more capital than we need, are deceived by the fact that many of the existing plant and machinery are adapted to a much greater output than is actually produced. What they overlook is that durable means of production do not represent all the capital that is needed for an increase of output and that in order that the existing durable plants could be used to their full capacity it would be necessary to invest a great amount of other means of production in lengthy processes which would bear fruit only in a comparatively distant future. The existence of unused capacity is, therefore, by no means a proof that there exists an excess of capital and that consumption is insufficient: on the contrary, it is a symptom that we are unable to use the fixed plant to the full extent because the current demand for consumers' goods is too urgent to permit us to invest current productive services in the long processes for which (in consequence of 'misdirections of capital') the necessary durable equipment is available."* F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., pp. 95-96.

sumo, ou, por outras palavras, de uma escassez relativa de poupança, que não permite terminar os processos iniciados, nem produzir bens complementares de capital nem o capital circulante necessários para pôr em funcionamento os processos de investimento e os bens de capital que, por qualquer razão, tenha sido possível terminar durante o processo de expansão.[17]

6
A expansão de crédito como causa do desemprego em massa

A causa *direta* do desemprego maciço é a inflexibilidade dos mercados de trabalho. De fato, a intervenção do estado sobre o mercado de trabalho e a coação sindical, que se torna possível graças aos privilégios que a sistema legal concede aos sindicatos, determina a definição de um conjunto de disposições (salários mínimos, barreiras de entrada para manter salários artificialmente altos, regulamentação muito rigorosa e intervencionista sobre contratações e demissões, etc.) que fazem com que o mercado de trabalho seja um dos mais rígidos de todos. Além disso, dados os custos artificiais provocados pela legislação trabalhista, o valor descontado da produtividade marginal do trabalhador tende, em muitos casos, a ser inferior ao total de custos trabalhistas suportados pelo empresário (em forma de salários e outros custos monetários, e ainda em forma de preocupações e outros custos não monetários). Isto leva a uma alta taxa de desemprego que afetará todos os trabalhadores cujo valor descontado de produtividade marginal esperada seja inferior ao custo em que incorrem os empresários, pelo que serão despedidos ou deixarão de ser contratados.

Visto que a causa direta do desemprego é a acima descrita, a causa *indireta* do desemprego é a inflação, ou melhor, a expansão de crédito iniciada pelo sistema bancário sem cobertura de poupança real, uma vez que, em última instância, é esta expansão que dá azo ao aparecimento do desemprego massivo. Isto acontece porque a expansão de

---

[17] *"After the boom period is over, what is to be done with the malinvestments? The answer depends on their profitability for further use, i.e., on the degree of error that was committed. Some malinvestments will have to be abandoned, since their earnings from consumer demand will not even cover the current costs of their operation. Others, though monuments of failure, will be able to yield a profit over current costs, although it will not pay to replace them as they wear out. Temporarily working them fulfils the economic principle of always making the best of even a bad bargain. Because of the malinvestments, however, the boom always leads to general* impoverishment, *i.e., reduces the standard of living below what it would have been in the absence of the boom. For the credit expansion has caused the squandering of scarce resources and scarce capital. Some resources have been completely wasted, and even those malinvestments that continue in use will satisfy consumers less than would have been the case without the credit expansion."* Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., p. 863.

crédito gera todo o processo de descoordenação e mau investimento generalizado que descrevemos, colocando, de forma maciça, os fatores de produção originais em lugares da estrutura produtiva que não são os apropriados, uma vez que os empresários os atraem para alongar e alargar a estrutura de bens de capital, sem notar que estão cometendo um grave erro empresarial em grande escala. Quando chega a crise e os erros se tornam evidentes, serão necessários novos e grandes movimentos de fatores de produção originais e de mão de obra das etapas mais afastadas do consumo para as mais próximas, o que exigirá um mercado laboral especialmente flexível e livre de todo o tipo de restrições e coações sindicais e institucionais. Por isso, as sociedades com um mercado de trabalho mais rígido experimentarão um maior volume de desemprego, que se manterá durante um maior período de tempo, quando inevitavelmente se revelarem os erros empresariais induzidos na estrutura produtiva pela expansão de crédito.[18]

Assim, a única forma de lutar contra o desemprego consiste em, a curto prazo, flexibilizar o mercado de trabalho em todos os sentidos, e a médio e longo prazo, evitar que se inicie qualquer tipo de processo de expansão artificial que tenha origem na concessão de créditos por parte do sistema bancário sem que tenha havido previamente um aumento da poupança voluntária na sociedade.

7
A insuficiência da contabilidade nacional para refletir as diferentes fases do ciclo econômico

As estatísticas relativas ao Produto Nacional Bruto (PNB) e, em geral, as definições e a metodologia próprias da contabilidade nacional não são um bom indicador das flutuações econômicas. De fato, como já vimos, os valores do Produto Nacional Bruto ocultam, de forma sistemática, tanto os efeitos expansivos artificiais da criação de créditos por parte do sistema bancário, como os efeitos de contração que a crise exerce sobre as etapas mais afastadas do consumo.[19] A explicação para

---

[18] Estamos a referir-nos ao desemprego involuntário (ou institucional) e não à chamada “taxa natural de desemprego” (ou de desemprego voluntário ou “catalácticо”) que aumentou de forma espectacular nos tempos modernos como resultado do generoso subsídio de desemprego e de outras mediadas que têm um forte efeito desincentivador sobre o desejo de recolocação dos trabalhadores no mercado de trabalho Ver ainda F.A. Hayek, *¿Inflación o pleno empleo?*, Unión Editorial, Madrid 1976.

[19] Ver as páginas 274-280 e a bibliografia lá citada. Com Mark Skousen tornou evidente: *“Gross Domestic Product systematically underestimates the expansionary phase as well as the contraction phase of the business cycle. For example, in the most recent recession, real GDP declined 1-2 percent in the United States, even though the*

este fenômeno pode ser encontrada no fato de, ao contrário do que o próprio qualificativo *bruto* adicionado à expressão “Produto Nacional” sugere, o montante não ser mais do que um valor *líquido* que exclui do cálculo o valor de todos os bens de capital *intermediários* que no final do período de cálculo ficam disponíveis como *inputs* para o exercício seguinte. Assim, os valores do Produto Nacional Bruto exageram a importância do consumo[20] no Rendimento Nacional, relegando para terceiro lugar, depois das despesas do governo, a produção de bens finais de capital terminados ao longo do período (que são os únicos que, por definição, refletem os valores do PNB) e, de forma absurda, não calculando, de todo, metade do esforço empresarial e produtivo de toda a sociedade: aquele que se dedica à elaboração de produtos intermediários.

Um indicador muito mais preciso do efeito dos ciclos econômicos sobre a sociedade seria o Rendimento Social Bruto (RSB) gasto em um exercício e calculado da forma descrita nos Quadros do capítulo V, ou seja, em termos *verdadeiramente* brutos e incluindo a totalidade da despesa monetária, não só em bens e serviços finais, mas em todos os produtos intermediários produzidos em todas as etapas do processo produtivo. Com um cálculo deste tipo tornar-se-ia evidente quais são

---

recession was quite severe according to other measures (earnings, industrial production, employment) [...] *A better indicator of total economic activity is Gross Domestic Output (GDO), a statistic I have developed to measure spending in all stages of production, including intermediate stages. According to my estimates, GDO declined at least 10-15 percent during the most of the 1990-92 recession.”* Ver: “I like Hayek: How I Use His Model as a Forecasting Tool”, apresentado em The Mont Pèlerin Society General Meeting, em Cannes, França, de 25 a 30 de Setembro de 1994, manuscrito à espera de publicação, p. 12.

[20] Em geral, os economistas mais convencionais e os dirigentes políticos e comentadores de temas econômicos tendem a dar demasiada importância ao setor de bens e serviços de consumo. Isto acontece, em primeiro lugar, porque, como já referimos, a Contabilidade Nacional tende a exagerar a importância do consumo sobre o rendimento total, uma vez que elimina dos cálculos a maior parte dos produtos das etapas intermediárias do processo produtivo, fazendo com que o consumo apareça como o setor mais importante da Economia. Nas economias modernas, este setor ocupa 60 a 70% do total do Rendimento Nacional (quando não chega a um terço do Rendimento Social Bruto, caso calculemos em relação ao total do que se gasta em todas as etapas da estrutura produtiva). Além disso, verifica-se que as doutrinas keynesianas continuam a exercer uma influência significativa sobre a metodologia das contas da Contabilidade Nacional, bem como sobre os procedimentos estatísticos utilizados para recolher a informação necessária para a sua elaboração. Do ponto de vista keynesiano, interessa exagerar a importância da função de consumo como parte integrante da demanda agregada, o que faz com que a Contabilidade Nacional se centre neste fenômeno, ignore e não calcule a parte do Rendimento Social Bruto que não encaixa bem nos modelos keynesianos e não se preocupe com mostrar a evolução das diferentes etapas que se dedicam à produção de bens de capital intermediários (que é muito mais difícil de prever do que a do consumo). Acerca destes interessantes extremos, consulte-se Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., p. 306. Em jeito de ilustração, e seguindo um estudo do Departamento de Comércio dos Estados Unidos intitulado “The Interindustry Structure of the United States”, publicado em 1986, 43,8% do rendimento social bruto norte-americano (equivalente a 3.297.977 milhões de dólares) eram produtos intermediários não constantes no valor do PIB (equivalente a apenas 56,2% do rendimento social bruto, ou seja, 4.235.116 milhões de dólares). Ver: Arthur Middleton Hughes, “The Recession of 1990: An Austrian Explanation”, *The Review of Austrian Economics*, 10, n.º 1 (1997), nota 4, p. 108. Compare-se estes dados com os que já apresentamos para 1982 na nota 38 do capítulo V.

os verdadeiros efeitos sobre a estrutura produtiva da expansão de crédito e da contração econômica a que, mais cedo ou mais tarde, dá lugar.[21]

8
A FUNÇÃO EMPRESARIAL E A TEORIA DO CICLO

Noutro lugar,[22] apresentamos uma teoria da função empresarial que se baseia em grande medida na teoria desenvolvida por Ludwig von Mises, Friedrich A. Hayek e Israel M. Kirzner. O empresário é todo o ser humano ator que exerce cada uma das ações com perspicácia, mantendo-se atento às oportunidades de lucro subjetivo que surgem à sua volta e atuando na perspectiva de tirar proveito delas. A capacidade empresarial inata do ser humano não só *cria* constantemente informação nova quanto aos fins e meios, mas também, ativa de forma espontânea um processo pelo qual esta informação tende a ser *transmitida* ao longo do corpo social, graças à coordenação espontânea dos diferentes comportamentos dos seres humanos. A capacidade coordenadora da função empresarial explica e estimula o nascimento, a evolução e o desenvolvimento coordenado da sociedade e civilização humanas, desde que a ação empresarial não seja vítima de coação sistemática (intervencionismo e socialismo) e não se veja obrigada a atuar em um ambiente de desrespeito pelas normas tradicionais do Direito, decorrentes de privilégios concedidos pelo governo a determinados grupos sociais. Quando a função empresarial não pode ser enquadrada em um quadro jurídico de princípios de direito material ou é vítima de coação sistemática, não só deixa de criar e transmitir um volume significativo de informação social, como gera informação

[21] F. A. Hayek, nas últimas páginas do seu artigo de 1942 sobre o Efeito Ricardo ("The Ricardo Effect", em *Individualism and Economic Order*, ob. cit., pp. 251-254) estudou pormenorizadamente a forma como as estatísticas tradicionais sobre o índice de preços de consumo tendem a ocultar e a tornar impossível a descrição empírica da evolução do ciclo, em geral, e do funcionamento do Efeito Ricardo durante o mesmo, em particular. De fato, as estatísticas em uso não refletem a evolução dos preços dos produtos das diferentes etapas do processo produtivo, nem tampouco a relação existente em cada uma das referidas etapas entre o preço que se paga aos fatores originais de produção que nelas intervêm e a evolução do preços dos produtos. Felizmente, foram efetuados estudos estatísticos recentemente que confirmaram a análise austríaca em todos os casos, demonstrando que a evolução do preço das etapas mais afastadas do consumo é muito mais volátil e mutável do que a do preço dos bens de consumo. Assim, no artigo já citado e apresentado na reunião geral da Sociedade Mont Pèlelin, que decorreu de 25 a 30 de setembro de 2004 em Cannes, Mark Skousen mostrou que nos Estados Unidos, nos últimos 15 anos, o preço dos bens *mais afastados* do consumo tinha oscilado entre +30% e -10%, de acordo com os anos e as fases do ciclo; ao passo que o preço dos produtos das etapas intermediárias tinha tido uma evolução entre +14% e -1% por cento, de acordo com as diferentes etapas do ciclo, situando-se a evolução do preço dos *bens de consumo* entre +10% e -2%. Estes resultados são também confirmados pelo importante trabalho de V. A. Ramey "Inventories as Factors of Production and Economic Fluctuations", *American Economic Review*, Junho de 1989, pp. 338-354.

[22] Ver Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, obra já citada, caps. II e III.

corrompida e distorcida, dando origem a comportamentos descoordenados e irresponsáveis. Deste ponto de vista, pode considerar-se que a nossa teoria de ciclo não é mais do que *uma aplicação da teoria mais geral da função empresarial ao caso concreto da descoordenação intertemporal (ou seja, entre diferentes períodos de tempo) provocada pelo exercício da atividade bancária não sujeito ao cumprimento dos princípios gerais do Direito* e baseado, portanto, no privilégio de conceder empréstimos sem cobertura de um aumento prévio da poupança voluntária (contrato de depósito bancário de dinheiro com um coeficiente de reserva fracionário). Assim, a nossa teoria conseguiu explicar de que forma o descumprimento dos princípios gerais do Direito dá sempre origem a uma grave descoordenação social, mas agora em um âmbito tão complexo e abstrato como é o da moeda e do crédito bancário. Desta forma, graças à teoria econômica, foi possível ligar fenômenos jurídicos (a concessão de privilégios em violação dos princípios do Direito) e econômicos (crises e recessões) que até agora se pensava não terem qualquer tipo de relação entre si.

Poderemos perguntar como é possível que, perante esta teoria do ciclo desenvolvida pelos economistas, os empresários deixem de se sentir afetados, alterando o comportamento de forma a não aceitarem os empréstimos recebidos do setor bancário nem iniciarem projetos de investimento que acarretarão, em muitos casos, na ruína imediata. É preciso reconhecer, porém, que os empresários não podem deixar de participar no processo generalizado de descoordenação provocado pela expansão de crédito dos bancos, mesmo que formalmente saibam perfeitamente qual será a evolução do ciclo. Isto acontece porque na altura em que lhe é oferecido o empréstimo, o empresário individual não sabe se o mesmo tem ou não origem em um aumento da poupança voluntária da sociedade. E, apesar de, por hipótese, poder suspeitar que o empréstimo foi criado do nada pelo banco, continua a não ter razão para inibir-se de utilizar o empréstimo para ampliar os seus projetos de investimento, *caso se ache capaz de retirar-se dos mesmos antes que se dê a inevitável crise*. Ou seja, existe a possibilidade de obtenção de lucros empresariais significativos para os empresários que, embora saibam que todo o processo se sustenta em um *boom* artificial, sejam suficientemente perspicazes para se retirar a tempo, liquidando os projetos e empresas antes da chegada da crise. Assim, o próprio espírito empresarial, e a motivação de lucro em que se baseia, faz com que seja inevitável que os empresários, embora conheçam a teoria do ciclo, se vejam destinados a nele participar. Como é lógico, ninguém pode prever com precisão as coordenadas de tempo e local em que a crise será desencadeada e não há dúvida de que uma parte significativa dos empresários serão surpreendidos por ela e começarão a ter graves dificuldades. No entanto, isto não impede que, *a priori*, do ponto de vista teóri-

co, nunca possamos qualificar de “irracionais” os empresários que, ainda que conhecendo a teoria do ciclo, se deixem levar pelo dinheiro novo que recebem, que foi criado do nada pelo sistema bancário e que, inicialmente, lhes confere um capacidade adicional de pagamento significativa e a possibilidade de obter lucros elevados.[23]

Existe outro ponto de ligação entre a teoria da função empresarial e a teoria do ciclo econômico, que tem que ver com a etapa de crise e reajustamento na qual se tornam evidentes os graves erros cometidos nas fases anteriores do ciclo. As depressões econômicas são os períodos em que, historicamente, se iniciaram as maiores fortunas empresariais. Isto acontece porque nas etapas mais profundas da recessão existe uma multidão de bens de capital, produzidos por erro, cujo preço de mercado se reduz a uma fração do preço original. Desta forma, os empresários que tenham a perspicácia necessária para chegar a esta fase de recessão do ciclo com liquidez para adquirir, de forma muito seletiva, os bens de capital que praticamente já não tenham preço, mas que, logo que a economia se recupere, possam ser novamente valorizados, poderão obter lucros empresariais muito elevados. Assim, a função empresarial tem um papel decisivo na salvação do que é possível salvar e em dar o melhor uso possível aos bens de capital produzidos por erro, de acordo com as circunstâncias, seleccionando-os e conservando-os para um futuro mais ou menos afastado em que a economia se tenha recuperado e possam, de novo, voltar a ser úteis à sociedade.

9
A POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO DO NÍVEL GERAL DOS PREÇOS E OS EFEITOS DE DESESTABILIZAÇÃO SOBRE O SISTEMA ECONÔMICO

Um problema de grande interesse teórico, que teve relevância prática no passado e parece voltar agora a tê-la é o de saber se uma expansão de crédito efectuada pelo sistema bancário sem cobertura de poupança real, que implique o aumento da oferta monetária exacta necessária para man-

[23] No entanto, é preciso recordar aqui a muito perspicaz observação de Mises: “*it may be that businessmen will in the future react to credit expansion in a manner other than they have in the past. It may be that they will avoid using for an expansion of their operations the easy money available because they will keep in mind the inevitable end of the boom. Some signs forebode such a change. But it is too early to make definite a statement.*” Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p.797. Contudo, por diversas razões dadas no texto principal, pensamos que esta premonitória exposição da hipótese das expectativas racionais realizada por Mises em 1949 não se justifica, uma vez que, embora os empresários conheçam perfeitamente a teoria do ciclo e queiram evitar as suas consequências, continuarão sempre a estar tentados a participar no mesmo devido aos lucros substanciais que podem obter se forem capazes de sair a tempo dos correspondentes projectos de investimento. Sobre este tema, ver, ainda, o que dizemos nas pp. 447-453 do próximo capítulo.

ter inalterado o poder de compra do dinheiro (ou, se se preferir, o "nível geral de preços"), provoca ou não os efeitos depressivos que estamos a analisar neste capítulo. Esta questão é válida para os períodos em que se verifica um aumento significativo da produtividade, como consequência da introdução de novas tecnologias, de inovações empresariais e da acumulação de capital bem investido por uma função empresarial diligente e perspicaz.[24] Como já vimos, quando a quantidade de dinheiro em circulação se mantém constante e não há crescimentos expansivos artificiais dos créditos bancários, um aumento da poupança voluntária dá origem a um alargamento e a um alongamento das etapas de bens de capital da estrutura produtiva, que se podem completar sem dificuldades e que, depois de completadas, dão lugar a um novo aumento da quantidade e da qualidade da produção final de bens e serviços de consumo. Este aumento de produção de bens e serviços será vendido a uma procura monetária diminuída (precisamente no valor do aumento da poupança), o que faz com que o preço dos bens e serviços de consumo tenda a diminuir a um ritmo que será sempre mais rápido do que a possível redução dos rendimentos nominais dos proprietários dos fatores originais de produção, cujo rendimento aumenta, portanto, muito significativamente em termos reais.

A questão que levantamos agora é a de saber se a política destinada a aumentar a oferta monetária, pela expansão de crédito ou de outro procedimento, e a *manter inalterado o nível de preços dos bens e serviços de consumo*, desencadeia ou não os processos estudados que levam à descoordenação intertemporal dos diferentes agentes econômicos e, em última instância, à crise e depressão econômica. Esta foi a situação enfrentada pela economia norte-americana nos anos 1920, altura em que experimentou um aumento desmesurado da produtividade, não acompanhado pela natural diminuição do preço dos bens e serviços de consumo, em razão da politica de expansão do sistema bancário dos Estados Unidos levada a cabo pela Reserva Federal com o objetivo de estabilizar o poder de compra da moeda, impedindo a sua subida.[25]

---

[24] Esta parece ser a situação do *boom* experienciado pela economia norte-americana durante os últimos anos da década de 1990, nos quais o grande aumento da produtividade ocultou em grande medida os efeitos negativos de distorção da grande expansão monetária, de crédito e bolsista ocorrida. Existe um grande paralelismo com a evolução dos fato econômicos dos anos 1920 e, muito possivelmente, o processo será interrompido por outra grande recessão, que voltará a apanhar de surpresa todos aqueles que só fixam a análise na evolução do "nível geral dos preços" e de outros indicadores macroeconômicos que ocultam as realidades microeconômicas subjacentes (desproporcionalidades na estrutura produtiva real da economia). No momento de escrita deste texto (final de 1997), os primeiros sintomas de uma nova recessão já se fizeram notar, pelo menos através de graves crises bancárias, bolsistas e financeiras que deflagraram nos mercados asiáticos. Sobre a evolução dos fatos econômicos a partir de 1998, que confirma plenamente a análise deste livro, pode consultar-se o Prefácio da 2.ª edição. Por último, o Prefácio da 4.ª edição explica a minha interpretação do que aconteceu no mundo econômico e financeiro até final de 2008.

[25] Ver a detalhada análise deste período histórico efetuada por Murray N. Rothbard no seu notável livro *America's Great Depression*, 3.ª edição, Sheed & Ward, Kansas City 1975. Por sua vez, Ludwig von Mises

Por esta altura não será difícil ao leitor compreender que uma política de expansão de crédito sem cobertura de poupança real acionará, inexoravelmente, todos os processos que levam ao aparecimento da crise e da depressão econômica, mesmo que a expansão seja acompanhada de um aumento paralelo da produtividade do sistema e não se traduza em um aumento dos preços dos bens e serviços de consumo. Na verdade, o importante não são os movimentos *absolutos* no nível geral dos preços dos bens de consumo, mas o comportamento em *termos relativos*, quando comparado com os preços dos produtos intermediários das etapas mais afastadas do consumo e dos fatores originais de produção. De fato, na crise de 1929, os preços relativos dos bens de consumo (que em termos nominais não subiram, tendo até sofrido uma ligeira redução) aumentaram em demasia em relação aos preços dos bens de capital (que sofreram um queda nominal dramática). Além disso, o rendimento global (e, logo, os lucros) das empresas próximas do consumo não deixou de crescer de forma extraordinária durante os últimos anos da expansão, como consequência do grande aumento da produtividade, vendida a preços nominais constantes em um ambiente de grande expansão inflacionária. Desta forma, os fatores que tipicamente desencadeiam a reversão (crescimento relativo dos lucros no consumo e subida da taxa de juro), incluindo o "Efeito Ricardo", estão também presentes em um ambiente de aumento da produtividade, na medida em que, mais do que a subida dos preços nominais que então se verificou, é o aumento dos lucros e da vendas no setor do consumo que torna evidente que o custo relativo da mão de obra no setor se reduziu.

Os trabalhos teóricos realizados por Hayek, na época de sua primeira viagem de estudo aos Estados Unidos nos anos 1920, tiveram como objetivo analisar o efeitos da política de estabilização

(*Human Action*, ob. cit., p. 561) referiu que os períodos históricos em que ocorreram crises econômicas foram, em geral, períodos de progresso continuado da produtividade, devido ao fato de: *"the steady advance in the accumulation of new capital made technological improvement possible. Output per unit of input was increased and business filled the markets with increasing quantities of cheap goods."* Mises explica que este fenómeno tende a compensar em parte o efeito de subida dos preços provocado pelo aumento da expansão de crédito e que, em determinadas circunstâncias, pode até chegar a verificar-se uma diminuição, em vez de um aumento, do preço dos bens de consumo , concluindo que: *"As a rule, the resultant of the clash of opposite forces was a preponderance of those producing the rise in prices. But there were some exceptional instances too in which the upward movement of prices was only slight. The most remarkable example was provided by the American boom of 1926- 29."* De qualquer forma, Mises adverte contra a políticas de estabilização do nível geral dos preços, não só por esconderem a expansão de crédito em Alturas de aumento de produtividade, mas também pelo erro teórico em que caem: *"It is a popular fallacy to believe that perfect money should be neutral and endowed with unchanging purchase power, and that the goal of monetary policy should be to realize this perfect money. It is easy to understand this idea* [...] *against the still more popular postulates of the inflationists. But it is an excessive reaction, it is in itself confused and contradictory, and it has worked havoc because it was strengthened by an inveterate error inherent in the thought of many philosophers and economists."* (*Human Action*, ob. cit., p. 418).

da unidade monetária, que então, e sob os auspícios de Fischer e outros monetaristas, eram considerados inócuos e muito convenientes para o sistema econômico. Depois de analisar a situação norte-americana, Hayek chegou à conclusão oposta, que apresenta no seu conhecido artigo "Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money", publicado em 1828.[26] Neste artigo, Hayek demonstra que uma política de estabilização do poder de compra da unidade monetária é incompatível com a necessária função do dinheiro no que concerne à coordenação das decisões e comportamentos dos agentes econômicos em diferentes momentos do tempo. Hayek explica que, se a quantidade de dinheiro em circulação se mantiver constante, um crescimento generalizado da produtividade do sistema econômico dará origem a uma diminuição do preço dos bens e serviços de consumo, ou seja, do nível geral dos preços, de forma a manter o equilíbrio intertemporal entre as acções dos diferentes agentes econômicos. Desta forma, uma política que evite uma diminuição do preço dos bens e serviços de consumo, que tenha origem, insistimos, não em uma diminuição da quantidade de dinheiro, mas em um aumento da produtividade, gera expectativas em relação à manutenção dos preços no futuro. Estas expectativas provocam, inexoravelmente, um alongamento artificial da estrutura produtiva que, de forma inevitável, acabará por dar lugar a uma depressão. Embora, em 1928, Hayek não tivesse ainda elaborado as refinadas contribuições dos anos 1930 que utilizamos na nossa análise e que tornam muito mais fácil a compreensão deste fenômeno, é especialmente notável que, já nessa altura, tenha chegado à seguinte conclusão (que apresentamos nas palavras de Hayek):

> *It must be assumed, in sharpest contradiction to the prevailing view, that it is not a deficiency in the stability of the purchas-*

[26] O artigo foi publicado pela primeira vez em alemão com o título "Das intertemporale Gleichgewichtssystem der Preise und die Bewegungen des 'Geldwertes'", no *Weltwirtschaftliches Archiv*, n.º 2, ano 1928, pp. 36-76. Não foi traduzido nem publicado em inglês antes de 1984, altura em que foi incluído no livro *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry (ed.), The University of Chicago Press, Chicago 1984, pp. 71-118. O título inglês deste artigo é "Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money". Posteriormente, em 1994, foi publicada a segunda tradução inglesa, melhor do que a primeira, de William Kirby, com o título "The System of Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the 'Value of Money'", cap. 27 de *Classics in Austrian Economics*: *A sampling in the History of a Tradition*, Israel M. Kirzner (ed.), vol.III (*The Age of Mises and Hayek*), William Pickering, Londres 1994, pp. 161-198. Antes desse trabalho, Hayek já se tinha dedicado a esse mesmo tema no seu artigo "Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Überwindung der Krise von 1920", *Zeitschrit für Volkswirtschaft und Sozialpolitik*, n.s.5 (1925), vols.1-3, pp. 25-63 e vols. 4-6, pp. 254-317. A parte teórica deste trabalho foi publicada em inglês com o título "The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis", em *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, ob.cit, pp. 5-32. Neste artigo, Hayek critica pela primeira vez as políticas estabilizadoras empreendidas nos Estados Unidos.

> *ing power of money that constitutes one of the most important sources of disturbances of the economy from the side of money. On the contrary, it is the tendency peculiar to all commodity currencies to stabilize the purchasing power of money even when the general state of supply is changing, a tendency alien to all the fundamental determinants of economic activity*.[27]

Assim, não surpreende que F. A. Hayek e os demais teóricos dessa escola na segunda metade dos anos 1920, após analisarem detalhadamente a política monetária expansiva dos Estados Unidos (que, no entanto, dado o aumento da produtividade não se traduziu em um aumento dos preços), tenham sido os únicos capazes não só de interpretar corretamente o caráter em grande parte artificial do *boom* expansivo norte-americano e do concomitante impato em forma de crescimento aparentemente ilimitado dos índices da bolsa de valores de Nova York, mas também de prever, contra a corrente e para surpresa de todos, o advento da Grande Depressão de 1929.[28] Podemos, desta forma, concluir, como Fritz Machlup, que:

---

[27] F.A. Hayek, "Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money", ob. cit., p. 97. A tradução em Português da passagem poderia ser a seguinte: "Deve concluir-se, em grave contradição com o ponto de vista geralmente aceito, que não é nenhuma deficiência na estabilidade do poder de compra do dinheiro o que gera uma das fontes mais importantes de desequilíbrio na economia por parte da moeda. Pelo contrário, é a peculiar tendência dos diferentes sistemas monetários para estabilizar o poder de compra do dinheiro, mesmo quando o estado geral da oferta está a mudar, o que cria esses desequilíbrios, uma tendência que não é alheia a todos os determinantes fundamentais da atividade econômica." De forma ainda mais taxativa, Hayek conclui que: *"there is no basis in economic theory for the view that the quantity of money must be adjusted to changes in the economy if economic equilibrium is to be maintained or —what signifies the same— if monetary disturbances to the economy are to be prevented."* Ibidem, p. 106.

[28] Ver Mark Skousen, "Who Predicted the 1929 Crash?", incluído em *The Meaning of Ludwig von Mises*, Jeffrey M. Herbener (ed.), Kluwer Academic Publishers, Amsterdã 1993, pp. 247-284. Também Lionel Robbins, na "Introducción" que escreveu para a primeira edição de *Prices and Production* (Routledge, Londres 1931, p. xii), se referiu expressamente à previsão da Grande Depressão por parte de Mises e Hayek. Esta previsão da Grande Depressão apareceu por escrito no artigo de Hayek publicado em 1929 em *Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Konjunkturforschung*. Mais recentemente, em 1975, perante uma pergunta a este respeito, Hayek respondeu o seguinte (*Gold & Silver Newsletter*, Monex International, Newport Beach, California, junho de 1975): *"I was one of the only ones to predict what was going to happen. In early 1929, when I made this forecast, I was living in Europe which was then going through a period of depression. I said that there [would be] no hope of a recovery in Europe until interest rates fell, and interest rates would not fall until the American boom collapses, which I said was likely to happen within the next few months. What made me expect this, of course, is one of my main theoretical beliefs, that you cannot indefinitely maintain an inflationary boom. Such a boom creates all kinds of artificial jobs that might keep going for a fairly long time but sooner or later must collapse. Also, I was convinced after 1927, when the Federal Reserve made an attempt to stave off a collapse by credit expansion, the boom had become a typically inflationary one. So in early 1929 there was every sign that the boom was going to break down. I knew by then that the Americans could not prolong this sort of expansion indefinitely, and as soon as the Federal Reserve was no longer to feed it by more inflation, the thing would collapse. In addition, you must remember that at the time the Federal Reserve was not only unwilling but was unable to continue the expansion because the gold standard set a limit to the possible expansion. Under the gold standard, therefore, an inflationary boom could not last very long."* E todo este processo, que os economistas austríacos compreenderam e de previram tão facilmente, uma vez que dispunham já do instrumental de análise necessário, decorreu em um ambiente em que o nível geral de preços dos bens de consumo não só não aumentou, como tendeu a diminuir ligeiramente. De fato, a estabilidade do nível geral dos preços

> *The creation of new circulating media so as to keep constant a price level which would otherwise have fallen in response to technical progress, may have the same unstabilizing effect on the supply of money capital that has been described before, and thus be liable to lead to a crisis. In spite of their stabilizing effect on the price level, the emergence of the new circulating media in the form of money capital may cause roundabout processes of production to be undertaken which cannot in the long run be maintained.*[29]

Embora no passado pudessem parecer ter pouca relevância prática, dado o crescimento crônico no nível geral de preços sofrido pelas economias ocidentais, estas considerações recuperam hoje a sua importância e demonstram que, mesmo com uma política de "estabilidade" monetária garantida por parte dos bancos centrais, em ambientes de grande crescimento da produtividade surgirão inexoravelmente crises econômicas, caso não seja evitada toda a expansão de crédito. Desta forma, é muito possível que, em breve, estas considerações voltem a ter uma grande importância prática. Em todo o caso, são de grande relevância não só para a compreensão de muitos ciclos econômicos do passado (o mais importante dos quais foi o da Grande Depressão de 1929), mas também como aplicação das conclusões teóricas retiradas de nossa análise.[30]

---

nos EUA dos anos 1920 foi muito grande: passou-se de um índice de 93,4 (base 100 em 1926) em junho de 1921 para um índice de 104,5 em novembro de 1925 e de 95,2 em junho de 1929. No entanto, durante este período de sete anos, a oferta monetária cresceu de 45,3 para 73,2 biliões de dólares, ou seja, mais de 61%. Ver Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, pp. 88 e 154. Rothbard conclui com a sua natural perspicácia que: *"The ideal of a stable price level is relatively innocuous during a price rise when it can aid sound money advocates in trying to check the boom; but it is highly mischievous when prices are tending to sag, and the stabilizationists call for inflation. And yet, stabilization is always a more popular rallying cry when prices are falling."* Murray N. Rothbard, ob. cit., p. 158. Incidentalmente, é preciso destacar o grande paralelismo existente entre a situação descrita por Hayek e a que está acontecendo no momento em que escrevo este texto (1997), setenta anos depois, pelo que é muito possível que não tarde a que o *boom* econômico e da bolsa norte-americanos revertam em uma recessão que afete todo o mundo (e que já começou a se manifestar nos mercados asiáticos).

[29] Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., p. 177. A tradução portuguesa desta passagem poderia ser a seguinte: "A criação de crédito monetário novo para manter constante um nível geral de preços que noutras circunstâncias teria baixado como consequência do progresso técnico pode ter os mesmos efeitos desestabilizadores do aumento da moeda e do crédito que já descrevemos anteriormente e, assim, provocar o advento de uma crise econômica. Apesar do efeito estabilizador sobre o nível geral de preços, o aparecimento de dinheiro novo em forma de créditos pode dar origem a um alongamento dos processos de produção, que não poderá manter-se a longo prazo."

[30] Gottfried Haberler demonstrou que a queda do nível geral dos preços decorrente das melhorias constantes em todas as linhas de produção não tem as mesmas consequências negativas de uma inflação monetária. Ver, neste sentido, a sua monografia *Der Sinn der Indexzahlen: Eine Untersuchung über den Begriff des Preisniveaus und die Methoden seiner Messung*, Verlag von J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tubinga 1927, pp. 112 e ss. E também o seu artigo "Monetary Equilibrium and the Price Level in a Progressive Economy", publicado em *Economica*, fevereiro de 1935, pp. 75-81 (este artigo foi reeditado em Gottfried Haberler,

10
Como evitar os ciclos econômicos: prevenção e recuperação da crise econômica

De tudo o que até aqui foi dito, facilmente se deduz que, depois dos bancos iniciarem um política de expansão de crédito, ou da oferta monetária aumentar na forma de concessão de novos créditos sem cobertura de nova poupança voluntária, desencadeiam-se espontaneamente processos que, mais tarde ou mais cedo, provocam a crise e a recessão. Assim, *não é possível evitar* as crises e depressões econômicas, depois de ter havido uma expansão de crédito. A única medida possível é a de *evitar* o processo, impedindo que sejam iniciadas políticas de expansão de crédito ou de crescimento da oferta monetária em forma de concessão de novos créditos por parte do sistema bancário. No último capítulo deste livro, explicaremos as modificações institucionais que é preciso levar a cabo para imunizar as economias modernas das etapas sucessivas de auge e recessão que vêm sofrendo regularmente. Estas reformas institucionais baseiam-se, precisamente, em fazer o negócio bancário voltar aos princípios tradicionais do Direito que regulam o contrato de depósito irregular de bens fungíveis e que exigem a manutenção constante do *tantundem*, ou sejam de um coeficiente de reserva de 100 %. Só desta forma é possível assegurar que o sistema não iniciará qualquer tipo de expansão de crédito sem cobertura de poupança real e que os créditos

The Liberal Economic Order, vol. II, *Money and Cycles and Related Things*, Anthony E.C. Koo (ed.), Edward Elgar, Aldershot 1993, pp. 118-125). Mais tarde, Gottfried Haberler suavizou a sua posição acerca da teoria austríaca do ciclo econômico, o que foi entendido, a nosso ver erradamente, como um retratamento total. Outra das concessões de Gottfried Haberler consistiu na afirmação de que os teóricos da Escola Austríaca não tinham demonstrado de forma *rigorosa* que a estabilização dos preços em uma economia em progressão levará *sempre* a uma crise econômica (ver Gottfried Haberler, *Prosperity and Depression*, League of Nations, Genebra, 1937). Além disso, Haberler não justifica a mudança de opinião com qualquer consideração teórica, mas apenas com a possibilidade de que, no processo da evolução do ciclo, ocorram outros fenômenos imprevistos (por exemplo, um aumento da poupança voluntária, etc.) que tendam a neutralizar, em maior ou menor grau, a direção das forças indicadas pela análise econômica. Cabe, pois, a Haberler e seus acólitos explicar em cada ciclo concreto que circunstâncias podem ter neutralizado os efeitos típicos da expansão de crédito previstos de forma geral pelos austríacos e cuja teoria formal não conseguiram desvirtuar rapidamente (ver, ainda, os nossos comentários à tese semelhante de D. Laidler nas pp. 411-412). Outro autor de interesse é L. Albert Hahn, que, na obra *Common Sense Economics*, Abelard-Schumann, Nova York, 1956, p. 128), se questiona se o aumento da produtividade justifica ou não uma política de expansão inflacionista do crédito, chegando à conclusão de que tal política, geradora de inflação sem inflação que, em geral, se considera ser completamente inofensiva pode ter efeitos muito perturbadores e gerar uma profunda crise econômica. Segundo Hahn, o erro dos teóricos que consideram essa política inócua decorre de "não levarem em conta que uma produtividade ascendente traz lucros aos empresários, contanto que, por sua vez, os custos não aumentem proporcionalmente". Por isso, Murray N. Rothbard conclui que o importante não é tanto a evolução do nível geral dos preços, mas que via uma política de expansão de crédito se reduza a taxa de juro a um nível inferior àquele que teria um mercado livre no qual tal política não se tivesse levado a efeito. (*Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 862-863).

concedidos terão sempre origem em um aumento prévio da poupança voluntária da sociedade. Assim, só serão iniciados alongamentos da estrutura produtiva que, salvo em circunstâncias especiais, será possível terminar e manter sem que haja uma descoordenação sistemática entre as decisões empresariais dos investidores e as decisões dos demais agentes econômicos relativas ao volume e à proporção dos rendimentos que desejam consumir e poupar.

Se admitirmos que existiu expansão de crédito no passado, sabemos que a crise econômica chegará inevitavelmente, por muito que se tente atrasar o aparecimento por meio da injeção de novas doses de expansão de crédito a um ritmo cada vez maior. Em todo o caso, o advento da crise e da recessão constitui, em última análise, o início da *recuperação*. Isto é, a recessão econômica significa o início da etapa de recuperação, uma vez que se trata da fase em que se tornam evidentes os erros cometidos, se liquidam os projetos de investimento empreendidos erroneamente e se começa a transferir a mão de obra e os demais recursos produtivos para os setores e etapas onde são mais valorizados pelos consumidores. Desta forma, tal como a ressaca, depois da embriaguez, é uma manifestação da saudável reação do organismo em relação à agressão alcoólica, a recessão econômica marca o início do período de recuperação, tão são e necessário, assim como doloroso, para que a estrutura produtiva volte a estar mais de acordo com aquilo que os consumidores verdadeiramente desejam.[31]

A recessão surge quando a expansão de crédito abranda ou é interrompida e, como consequência, são liquidados os projetos de investimento erroneamente empreendidos, o que provoca o estreitamento e a redução do número de etapas da estrutura produtiva e a dispensa dos trabalhadores e dos fatores originais de produção que se encontram empregados nas etapas mais afastadas do consumo, onde deixaram de parecer rentáveis. A recuperação é consolidada quando os agentes econômicos em geral e os consumidores em particular decidem diminuir o seu consumo em termos relativos e aumentar a poupança de forma a fazer frente à devolução dos créditos que receberam e a enfrentar a etapa de incerteza e recessão econômica. Da mesma forma, depois do *boom* e do início do reajustamento dá-se, naturalmente, uma redução da taxa de juro, provocada pela diminuição, ou até pelo

---

[31] *"One point should be stressed: the* depression *phase is actually the* recovery *phase* [...]*; it is the time when bad investments are liquidated and mistaken entrepreneurs leave the market - the time when 'consumer sovereignty' and the free market reassert themselves and establish once again an economy that benefits every participant to the maximum degree. The depression period ends when the free-market equilibrium has been restored and expansionary distortion eliminated."* Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., p. 860. Assim, mesmo quando, no Quadro VI-1 se distinguem as fases de "depressão" e de "recuperação", de acordo com o referido texto, deve considerar-se, em termos estritos, que a fase de depressão começa a verdadeira recuperação.

desaparecimento, do prêmio decorrente das expectativas de diminuição do poder de compra da moeda e pela maior poupança relativa provocada pela depressão. A diminuição do ritmo frenético do consumo de bens e serviços da etapa final, juntamente com o aumento da poupança e com o saneamento de todos os níveis da estrutura produtiva, estimulam as sementes da recuperação, cujos efeitos são inicialmente refletidos pelos mercados das bolsas, que costumam ser os primeiros a experimentar alguma melhoria. Além disso, o crescimento real dos salários que tem lugar na etapa de recuperação põe em funcionamento o "Efeito Ricardo", o que reanima o investimento nas etapas mais afastadas do consumo, que voltam a contratar mão de obra e recursos produtivos. É desta forma espontânea que se termina a recuperação, que poderá ser consolidada e mantida indefinidamente caso não seja iniciada uma nova etapa de expansão de crédito sem cobertura de poupança real. Habitualmente, no entanto, este processo volta a acontecer, provocando o aparecimento recorrente de novas crises.[32]

Não obstante, sabendo que as crises econômicas não podem ser evitadas, mas apenas prevenidas, qual seria a política mais adequada no caso de se ter chegado à inevitável crise e recessão? A resposta é simples se tivermos em conta a origem da crise e o que ela significa: a necessidade de reajustamento da estrutura produtiva e a transformação em uma estrutura mais de acordo com o verdadeiro desejo de poupança dos consumidores, liquidando os projetos de investimento erroneamente iniciados e transferindo maciçamente os fatores de produção para as etapas e empresas mais próximas do consumo, que é onde os consumidores exigem que estejam. Desta forma, a única política possível e conveniente em caso de crise consiste em *flexibilizar ao máximo a economia* em geral, e, em particular, os diferentes mercados dos fatores produtivos, sobretudo o do fator trabalho, para que o ajustamento possa ser feito o mais rápida e menos dolorosamente possível. Assim, quanto mais rígida e controlada for uma economia, mais prolongado e socialmente doloroso será o reajustamento, podendo até acontecer que se mantenham os erros e a recessão indefinidamente, dada a impossibilidade institucional de que os agentes econômicos liquidem os projetos e reagrupem os bens de capital e fatores de produção de forma conveniente. Por conseguinte, *a rigidez é o principal ini-*

[32] Para o estudo pormenorizado da recuperação e das suas diferentes fases ver as pp. 38-82 do livro de Hayek *Profits, Interest and Investment*, já citado. Ver ainda as pp. 315-317 do livro de Mark Skousen *The Structure of Production*, também citado, onde Skousen se refere à afirmação de Hayek segundo a qual: *"It is a well-known fact that in a slump the revival of final demand is generally an effect rather than a cause of the revival in the upper reaches of the stream of production - activities generated by savings seeking investment and by the necessity of making up for postponed renewals and replacements."* Hayek fez esta correta observação no Economi*st*, no artigo publicado no dia 11 de junho de 1983 com o título "The Keynes Centenary: The Austrian Critic", n.º 7293, p. 46.

migo da recuperação e toda a política destinada a suavizar a crise e iniciar e consolidar quanto antes a recuperação deve ser fundamentada no objetivo microeconômico de flexibilizar e liberalizar ao máximo todos os mercados de fatores produtivos e, especialmente, o mercado laboral.[33]

É esta a única medida conveniente na etapa de crise e recessão económica,[34] devendo ser evitadas quaisquer outras políticas que, de forma ativa e em maior ou menor grau, tendam a dificultar ou a impedir o necessário processo espontâneo de reajustamento. Deve, especialmente, ser evitado um conjunto de medidas que, na etapa de crise e perante o caráter socialmente doloroso da mesma, se tornam muito populares e gozam de grande apoio político. Entre as principais medidas normalmente propostas e que é preciso evitar, referiremos as seguintes:

A concessão de novos créditos a empresas das etapas mais intensivas em capital para evitar que entrem em crise, que suspendam os pagamentos e que se vejam forçadas a reestruturação. Como sabemos, a concessão de novos créditos não faz mais do que atrasar a chegada da crise em razão de tornar muito mais grave e difícil o reajustamento necessário. Além disso, a concessão sistemática de novos créditos para pagar os que vão vencendo atrasa o tão necessário (como doloroso) reajustamento dos investimentos errôneos, podendo até, como

---

[33] Como refere Ludwig M. Lachmann, *"what is needed is a policy which promotes the necessary readjustments* [...] *Capital regrouping is thus the necessary corrective for the mal-adjustment engendered by a strong boom." Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 123 e 125.

[34] Concordamos com a recomendação de Murray N. Rothbard de que, depois da chegada da crise, além de flexibilizar a economia ao máximo, se deve reduzir, em todos os níveis, o âmbito e o peso do Estado sobre o sistema econômico. Assim, não só se fomenta o exercício da função empresarial para liquidar projetos errôneos e redesenhá-los adequadamente, como se favorece uma maior taxa de poupança e investimento social. Como refere Rothbard: *"reducing taxes that bear most heavily on savings and investment will further lower social time preferences. Furthermore, depression is a time of economic strain. Any reduction of taxes, or of any regulations interfering with the free-market, will stimulate healthy economic activity"*. E conclui: *"there is one thing the government can do positively, however: it can drastically lower its relative role in the economy, slashing its own expenditures and taxes, particularly taxes that interfere with saving and investment. Reducing its tax-spending level will automatically shift the societal saving-investment/consumption ratio in favor of saving and investment, thus greatly lowering the time required for returning to a prosperous economy."* Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 22. Rothbard dá-nos também um inventário de medidas governamentais típicas que são altamente contraproducentes e que tendem a alongar a depressão e a torná-la mais dolorosa. Este inventário é o seguinte: *"(1)* Prevent or delay liquidation. *Lend money to shaky businesses, call on banks to lend further, etc. (2)* Inflate further. *Further inflation blocks the necessary fall in prices, thus delaying adjustment and prolonging depression. Further credit expansion creates more malinvestments, which, in their turn, will have to be liquidated in some later depression. A government 'easy-money' policy prevents the market's return to the necessary higher interest rates.* (3) Keep wage rates up. *Artificial maintenance of wage rates in a depression insures permanent mass unemployment... (4)* Keep prices up. *Keeping prices above the free market levels will create unsaleable surpluses, and prevent a return to prosperity. (5)* Stimulate consumption and discourage saving... *More saving and less consumption would speed recovery; more consumption and less saving aggravate the shortage of saved-capital even further... (6)* Subsidize unemployment. *Any subsidization of unemployment... will prolong unemployment indefinitely, and delay the shift of workers to the fields where jobs are available."* Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 19.

aconteceu no Japão durante a última década, chegar a adiar indefinidamente a saída da recessão. Deve, portanto, evitar-se qualquer política de ulterior expansão de crédito.

Também muito prejudiciais são as chamadas políticas de "pleno emprego", destinadas a assegurar a manutenção dos postos de trabalho de todos os trabalhadores. Neste sentido, e como muito claramente refere Hayek,

> *All attempts to create full employment with the existing distribution of labour between industries will come up against the difficulty that with full employment people will want a larger share of the total output in the form of consumers' goods that is being produced in that form.*[35]

Logo, é impossível que a política governamental de despesa e de expansão de crédito possa, com sucesso, manter todos os postos de trabalho de todos os trabalhadores *em um dado momento*, se estes gastarem todos os rendimentos que recebem, provenientes da expansão de crédito e da inflação criada no setor público, de uma forma que exige um estrutura produtiva diferente, ou seja, incapaz de manter os postos de trabalho desse momento. Toda a política de manutenção de postos de trabalho financiada com inflação ou expansão de crédito é *autodestrutiva*, na medida em que a nova moeda criada, após chegar ao bolso dos consumidores, é gasta de uma forma que torna impossível a rentabilidade desses mesmos postos de trabalho. Assim, a única política laboral possível é a de facilitar o despedimento e a recolocação de trabalhadores, tornando os mercados laborais flexíveis.

Da mesma forma, deve evitar-se qualquer política dedicada a restaurar o *status quo* dos agregados macroeconômicos. Como sabemos, a crise e a recessão têm uma natureza microeconômica e não macroeconômica, pelo que tal política estará condenada ao fracasso, na medida em que impeça ou dificulte aos empresários a revisão dos planos, o reagrupamento dos bens de capital, a liquidação dos projetos de investimento e o saneamento das empresas. Como refere Ludwig M. Lachmann:

---

[35] F.A. Hayek, *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., p. 60. A tradução para português seria: "Todas as tentativas de criar pleno emprego com a distribuição existente do fator trabalho entre as diferentes indústrias enfrentarão a dificuldade de que, com o pleno emprego, os trabalhadores desejarão uma quantidade de bens e serviços de consumo que será muito superior à que será possível produzir por intermédio da estrutura produtiva que os emprega." Hayek refere-se também ao fato de a taxa de desemprego não refletir as diferenças existentes entre as diferentes etapas dos processos produtivos, assinalando que, normalmente, na fase mais profunda da crise, o desemprego pode atingir até 25 a 30% do trabalhadores que exerciam a sua atividade nas etapas mais afastadas do consumo, reduzindo-se para 5 ou 10% dos trabalhadores empregados nas etapas mais próximas do consumo. Ver: *ibidem*, nota de rodapé n.º 2 das página 90.

> *Any policy designed merely to restore the status quo in terms of 'macroeconomic' aggregate magnitudes, such as incomes and employment, is bound to fail. The state prior to the downturn was based on plans which have failed; hence a policy calculated to discourage entrepreneurs from revising their plans, but to make them 'go ahead' with the same capital combinations as before, cannot succeed. Even if business men listen to such counsel they would simply repeat their former experience. What is needed is a policy which promotes the necessary readjustments.*[36]

Por isso, as políticas monetárias destinadas a manter a todo o custo o *boom* econômico ante os primeiros sintomas da crise (geralmente, uma quebra no mercado de valores e de bens imóveis), embora possam atrasar o aparecimento da recessão, não poderão evitar a sua chegada.

Deve ainda ser evitada a manipulação do preço dos bens presentes em função dos bens futuros, que é refletido pela taxa social de preferência temporal ou pela taxa de juro. De fato, na fase de recuperação, a taxa de juro do mercado de crédito tenderá a reduzir-se espontaneamente, dada a diminuição do preço dos bens de consumo e o aumento da poupança provocado pelo saneamento próprio dos períodos de recessão. No entanto, qualquer tipo de manipulação da taxa de juro de mercado será contraproducente, afetando negativamente o processo de liquidação ou gerando novos erros empresariais. Efetivamente, podemos concluir, de acordo com Hayek, que toda a política que tenda a manter as taxas de juro em um nível fixo será altamente prejudicial para a estabilidade da economia, uma vez que estas devem evoluir espontaneamente de acordo com as preferências reais dos agentes econômicos em relação à poupança e ao consumo:

> *The tendency to keep the rates of interest stable, and especially to keep them low as long as possible, must appear as the arch-enemy of stability, causing in the end much greater fluctuations, probably even of the rate of interest, than are really necessary. Perhaps it should be repeated that this applies especially to the doctrine, now so widely accepted, that interest rates should be kept low till 'full employment' in general is reached.*[37]

---

[36] Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., p. 123. A tradução é a seguinte: "Toda a política concebida simplesmente para restaurar o *status quo* em termos de magnitudes macroeconômicas agregadas, tais como rendimento e emprego, está condenada ao fracasso. A situação anterior à crise era baseada em planos que falharam. Por isso, a política destinada a desencorajar os empresários a reverem os planos, fazendo com que sigam em frente com as mesmas combinações de capital de antes, não terá qualquer sucesso. Mesmo que ouçam tais conselhos, os empresários repetiriam simplesmente a sua experiência anterior. O que é necessário é uma política que promovas os necessários reajustamentos."

[37] F.A. Hayek, *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., p. 70. A tradução para português poderia ser: "A tendência para manter as taxas de juro estáveis, e especialmente para a manter tão baixa quanto possível,

Finalmente, deve ser evitada qualquer política de criação artificial de postos de trabalho mediante a realização de obras públicas e outros projetos de investimento financiados pelo governo. É evidente que, se esses projetos forem financiados com base em impostos ou até por meio da emissão de dívida pública, acabarão por afastar os recursos dos locais da economia onde os consumidores os desejam para os levar em direção a obra públicas financiadas pelo governo, criando assim uma nova camada de mau investimento generalizado. Além disso, se estes trabalhos ou "investimentos" forem financiados pela mera criação de moeda nova, também se dá azo a mau investimento generalizado, na medida em que, se os trabalhadores empregados por meio deste procedimento consumirem a maior parte dos próprios rendimentos, tenderão a aumentar em termos relativos o preço dos bens de consumo, o que agravará ainda mais a delicada situação em que se encontram as empresas das etapas mais afastadas do consumo. Em todo o caso, é quase impossível que os governos não se vejam afetados nas políticas "contra-cíclicas" de despesa pública por todo o tipo de pressões políticas que as tendam a tornar ainda mais ineficientes e prejudiciais, como demonstram as conclusões da teoria da Teoria da Escolha Pública. Por outro lado, não existe qualquer garantia de que, assim que os governos efetuem o diagnóstico da situação e decidam tomar as medidas pretensamente corretoras, não se enganem em relação ao *timing* ou à sequência dos diferentes fenômenos e, com tais medidas, tendam mais a agravar os desajustamentos do que a solucioná-los.[38]

11
A teoria dos ciclos e os recursos ociosos: seu papel nas etapas iniciais do *boom*

Um argumento crítico utilizado com frequência contra a teoria austríaca do ciclo econômico é que esta se baseia na assunção do *pleno emprego* dos recursos, de forma que, se existem *recursos ociosos*, não há razão para que a expansão de crédito provoque o mau investimento generalizado. No entanto, esta crítica carece totalmente de fundamento. Como demonstrou Ludwig M. Lachmann, a teoria austríaca do ciclo econômico não parte do pressuposto de que existe pleno em-

deve ser considerada o pior inimigo da estabilidade, acabando por provocar flutuações muito maiores do que seria realmente necessário. Talvez seja necessário repetir que este princípio se aplica especialmente à doutrina, agora tão amplamente aceite, segundo a qual as taxas de juro deveriam manter-se baixas até que se atinja o "pleno emprego."

[38] Ver, neste sentido, Ludwig von Mises, "The Chimera of Contracyclical Policies", incluído nas pp. 798-800 de *Human Action*, ob. cit. E as considerações oportunas de Mark Skousen sobre "The Hidden Drawbacks of Public Works Projects", incluídas nas pp. 337-339 de *The Structure of Production*, ob. cit.

prego. Pelo contrário, desde as primeiras análises da teoria do ciclo, elaboradas por Mises em 1928, se considerou que poderá haver em todos os momentos um volume muito significativo de recursos ociosos.[39] De fato, Mises demonstrou desde o início que o desemprego dos recursos não só era compatível com a teoria que tinha elaborado, como era um dos elementos essenciais, uma vez que, nos processos de mercado em que o empresários elaboram planos que implicam a produção de bens heterogêneos e complementares de capital, cometem-se erros constantemente e estimulam-se "engarrafamentos" que impedem que todos os fatores e recursos produtivos se encontrem plenamente empregados. Daí a necessidade de um mercado flexível que permita o exercício da função empresarial, que tende a revelar os desajustamentos existentes e a coordená-los, em um processo interminável. O que a teoria demonstra é, precisamente, a forma como este processo coordenador dos desajustes existentes é interrompido e agravado como consequência da expansão de crédito efetuada pelo sistema bancário.[40]

O que a teoria do ciclo econômico ensina é que o estímulo para o mau investimento dos recursos produtivos provocado pela expansão de crédito sem cobertura de um aumento da poupança real existirá *mesmo que exista um volume significativo de recursos ociosos e, concretamente, de trabalho desempregado*. Ou seja, ao contrário da opinião de muitos críticos da teoria, não é necessário partir do pressuposto de pleno emprego para que as distorções microeconômicas da expansão de crédito aconteçam. Se houver expansão de crédito, projetos econômicos que não são rentáveis parecerão sê-lo, independentemente do fato de serem levados a efeito com recursos que antes se encontravam

[39] *"The Austrian theory does not, as is often suggested, assume 'Full Employment'. It assumes that in general, at any moment, some factores are scarce, some abundant. It also assumes that, for certain reasons connected with the production and planned use of capital goods, some of these scarcities become more pronounced during the upswing. Those who criticize the theory on the ground mentioned merely display their inability to grasp the significance of a fundamental fact in the world in which we are living: the heterogeneity of all resources. Unemployment of some factores is not merely compatible with Austrian theory; unemployment of those factors whose complements cannot come forward in the conditions planned is an essential feature of it."* Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 113-114.

[40] Assim, já em 1928, Mises afirmava: *"At times, even on the unhampered market, there are some unemployed workers, unsold consumers' goods and quantities of unused factors of production, which would not exist under 'static equilibrium'. With the revival of business and productive activity, these reserves are in demand right away. However, once they are gone, the increase of the supply of fiduciary media necessarily leads to disturbances of a special kind."* Ludwig von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., p. 125. Esta citação é a tradução para inglês da passagem que aparece na p. 49 do livro originalmente publicado em Jena em 1928 por Mises com o título *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, que já referimos anteriormente. Hayek, por seu lado, apresentou a sua teoria do ciclo econômico partindo da existência de recursos ociosos em *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 3-73, onde recorda expressamente que já desde o desenvolvimento inicial da teoria do ciclo efetuado por Mises em 1928 se partiu do pressuposto da existência de desemprego e outros recursos desempregados (ver a nota de rodapé 1 da p. 42).

desempregados. A única consequência é que os preços reais dos fatores de produção originais podem não aumentar tanto como aconteceria caso se tivesse partido de uma situação de pleno emprego. No entanto, os restantes fatores que provocam mau investimento e reversão espontânea, em forma de crise e recessão, dos erros cometidos acabam por surgir, sendo irrelevante se os erros tenham sido cometidos com recursos que originalmente se encontravam desempregados.

Um *boom* artificial baseado em uma expansão de crédito bancário que relocaliza fatores originais de produção previamente desempregados não faz mais do que interromper o processo em curso de reajustamento desses fatores, sobrepondo-se um mau investimento generalizado dos recursos a outro efetuado anteriormente e que ainda não tinha sido liquidado e reabsorvido pelo mercado.

Outro possível efeito da utilização de recursos previamente ociosos é o fato de, independentemente do preço em termo absolutos não aumentar a um ritmo tão rápido, não ser preciso abrandar a curto prazo a produção de bens e serviços de consumo. Não deixa, no entanto, de haver uma má distribuição dos recursos, uma vez que são investidos em projetos não rentáveis e os efeitos do ciclo acabarão por aparecer quando os rendimentos monetários obtidos pelos fatores originais de produção previamente desempregados comecem a ser gastos em bens e serviços de consumo. Ao aumentarem mais depressa do que o preço dos produtos das etapas mais afastadas do consumo, os preços relativos destes bens e serviços, farão com que os salários reais comecem a baixar, ativando o "Efeito Ricardo" e os restantes efeitos já estudados que dão origem a crise e recessão. Em todo o caso, a expansão de crédito provoca sempre, desde o início, um aumento mais que proporcional do preço *relativo* dos produtos das etapas mais afastadas do consumo. Este aumento advém da nova procura monetária deste bens, devido ao crédito e à diminuição artificial da taxa de juro, que torna estes projetos mais atraentes. O resultado é um alongamento da estrutura produtiva, que não poderá manter-se a longo prazo e que nada tem que ver com o fato de uma parte desses projetos ter se materializado com recursos previamente ociosos.

Assim, pode concluir-se que o argumento muitas vezes ouvido segundo o qual a teoria desenvolvida por Mises, Hayek e a Escola Austríaca se baseia na existência de pleno emprego dos recursos é falaciosa, uma vez que, mesmo supondo um volume significativo de desemprego, o processo de expansão de crédito provocará, invariavelmente, o aparecimento da recessão.[41]

[41] *"Thus it becomes obvious how vain it is to justify a new credit expansion by referring to unused capacity, unsold*

12
A necessária contração de crédito na etapa de recessão: crítica da teoria da "depressão secundária"

Consideremos três tipos diferentes de *deflação*, entendida como toda a diminuição da quantidade de dinheiro "em circulação".[42] A deflação consiste em uma diminuição da procura monetária ou em um aumento da procura de dinheiro e tende a produzir, *ceteris paribus*, um aumento do poder de compra da unidade monetária (ou, se se preferir, uma diminuição no "nível geral dos preços"). No entanto, não se deve confundir a deflação com seu efeito mais típico e saliente (a diminuição do nível geral dos preços), uma vez que existem casos em que os preços dos bens e serviços baixam sem que tenha havido qualquer tipo de deflação. Como já vimos, isto acontece no saudável processo de crescimento de uma economia que aumenta a produtividade graças à incorporação de novas tecnologias e à acumulação de capital, fruto do espírito empresarial e do natural aumento da poupança voluntária dos agentes. Este processo, que estudamos na secção 9, dá origem a um aumento generalizado na produção de bens e serviços, sem que haja qualquer diminuição da quantidade de moeda em circulação, que só é possível vender a preços mais reduzidos. O resultado é um aumento real dos salários e dos restantes rendimentos dos fatores de produção originais, porque, embora o valor nominal das remunerações se mantenha, os preços dos bens e serviços de consumo adquiridos pelos trabalhadores reduzem-se de forma significativa. A diminuição no nível geral de preços radica, neste caso, não na parte monetária, mas na parte real da economia,[43] e

---

—or, as people say incorrectly, 'unsalable'— stocks, and ecounemployed workers. The beginning of a new credit expansion runs across remainders of preceding malinvestment and malemployment, not yet obliterated in the course of the readjustment process, and seemingly remedies the faults involved. In fact, however, this is merely an interruption of the process of readjustment and of the return to sound conditions. The existence of unused capacity and unemployment is not a valid argument against the correctness of the circulation credit theory." Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 580. Hayek, por seu lado, chega a uma conclusão semelhante, embora utilizando um raciocínio ligeiramente diferente, quando afirma que *"If the proportion as determined by the voluntary decisions of individuals is distorted by the creation of artificial demand, it must mean that part of the available resources is again led into a wrong direction and a definite and lasting adjustment is again postponed. And, even if the absorption of the unemployed resources were to be quickened in this way, it would only mean that the seed would already be sown for new disturbances and new crises. The only way permanently to 'mobilise' all available resources is, therefore, not to use artificial stimulants —whether during the crisis or thereafter— but to leave it to time to effect a permanent cure by the slow process of adapting the structure of production to the means available for capital purposes."* F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., pp. 98-99 (pp. 91-92 na edição espanhola). São também muito pertinentes as considerações de Mark Skousen em *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 289-290.

[42] Esta forma de nos expressarmos, embora seja muito gráfica, não é totalmente rigorosa, uma vez que o dinheiro nunca está "em circulação", sendo sempre parte do saldos de tesouraria de alguém.

[43] Ver a seção intitulada " Cash-Induced and Goods-Induced Changes in Purchasing Power", do capítulo

decorre do aumento generalizado da produtividade da mesma. Assim, este fenômeno não tem qualquer relação com a deflação tal como a definimos, sendo apenas uma manifestação do processo saudável e natural de desenvolvimento econômico.

Não obstante, vamos agora estudar detidamente *três tipos diferentes de deflação* (entendida, em sentido estrito, como toda a diminuição da oferta ou aumento da demanda de moeda), que têm causas e consequências radicalmente distintas. Analisemo-los com pormenor:[44]

a. Em primeiro lugar, é preciso referir as políticas *deliberadamente* iniciadas pelos poderes públicos para diminuir a quantidade de moeda em circulação.[45]

b. Estas políticas, empreendidas em diversas circunstâncias históricas, dão origem a um processo pelo qual o poder de compra da unidade monetária tende a aumentar. Além disso, essa diminuição forçada da quantidade de moeda em circulação provoca uma distorção da estrutura das etapas produtivas da sociedade. De fato, de início, a diminuição da quantidade de moeda leva a uma diminuição da concessão de empréstimos e ao aumento artificial da taxa de juro de mercado, que, por sua vez, provoca um achatamento da estrutura produtiva forçado por causas estritamente monetárias (e não pelo verdadeiro desejo dos consumidores). Consequentemente, muitas etapas de bens de capital da estrutura produtiva parecem não ser rentáveis, quando na verdade o são (especialmente as mais afastadas do consumo e mais intensivas em capital). Tudo isto leva a perdas contábeis generalizadas nas empresas mais es-

---

XVII de Ludwig von Mises, *Human Action*, 3.ª edição, ob. cit., pp. 419 e ss.

[44] Em síntese, propomo-nos a cobrir a importante lacuna teórica da teoria econômica da deflação, que Ludwig von Mises revelou em 1933 ao afirmar que: *"unfortunately, economic theory is weakest precisely where help is most needed - in analyzing the effects of declining prices* [...] *Yet today, even more than ever before, the rigidity of wage rates and the costs of many other factors of production hamper an unbiased consideration of the problem. Therefore, it would certainly be timely now to investigate thoroughly the effects of declining money prices and to analyze the widely held idea that declining prices are incompatible with the increased production of goods and services and an improvement in general welfare. The investigation should include a discussion of whether it is true that only inflationistic steps permit the progressive accumulation of capital and productive facilities. So long as this naive inflationist theory of development is firmly held, proposals for using credit expansion to produce a boom will continue to be successful."* Ludwig von Mises, "Die Stellung und der nächste Zukunft der Konjunkturforschung", publicado em *Festschrift* em homenagem a Arthur Spiethoff (Duncker & Humblot, Munich 1933, pp. 175-180), traduzido para inglês com título "The Current Status of Business Cycle Research and its Prospects for the Immediate Future", e publicado em *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., pp. 207-213 (a passagem foi retirada das pp. 212-213).

[45] Assim, por exemplo, no dia 13 de maio de 1925, Winston Churchill, na altura *Chancelor of Exchequer* (Ministro de Fazenda) do Reino Unido, decidiu que a libra esterlina voltaria à paridade com o ouro que tinha antes da Primeira Guerra Mundial. Ou seja, à que existia desde que Sir Isaac Newton, em 1717, a fixara a razão de 1 libra por cada 4,86 dólares de ouro.

pecializadas nos setores intensivos em capital. Além disso, em todos os setores, a menor procura monetária não é acompanhada ao mesmo ritmo por uma diminuição paralela dos custos, pelo que surgem perdas contábeis, generalizando o pessimismo. Por outro lado, o aumento do poder de compra da unidade monetária e a diminuição do preço de venda dos produtos provocam um aumento significativo no rendimento real dos fatores de produção originais, que tenderão a ficar desempregados, se os preços forem rígidos e não diminuírem a um ritmo semelhante ao dos preços dos bens de consumo. Inicia-se, assim, um doloroso e duradouro período de adaptação que só termina quando toda a estrutura produtiva e todos os fatores de produção originais tiverem se adaptado às novas condições monetárias. Todo esse processo de *deflação deliberada* não traz nada de novo, apenas submete o sistema econômico a uma pressão desnecessária. Lamentavelmente, em diversas ocasiões, o desconhecimento teórico dos políticos levou-os a iniciar este processo deliberadamente.[46]

c. O segundo tipo de deflação, que devemos distinguir claramente do anterior, é aquele que se verifica quando os agentes econômicos decidem poupar, ou seja, deixar de consumir uma parte significativa dos seus rendimentos, dedicando total ou parcialmente o valor monetário da poupança ao aumento dos saldos de caixa (ou seja,

---

[46] Os exemplos mais típicos de deflação iniciada deliberadamente pelos governos são os efetuados no Reino Unido, primeiro, depois das guerras napoleônicas e mais tarde, como já referimos, sob os auspícios de Winston Churchill, em 1925, altura em que apesar da tremenda inflação das notas de libra esterlina durante a Primeira Guerra Mundial, decidiu voltar à paridade libra/ouro que existia antes do conflito. Em síntese, Churchill ignorou de forma flagrante o conselho dado por Ricardo, na ocasião de uma situação semelhante cem anos antes, depois das guerras napoleônicas: *"I should never advise a government to restore a currency which had been depreciated 30 per cent to par."* Carta de David Ricardo a John Wheatley, datada de 18 de setembro de 1821, *The Works of David Ricardo*, Piero Sraffa (ed.), Cambridge University Press, Cambridge 1952, vol. IX, p. 73. Ludwig von Mises, comentando estes dois casos históricos, diz o seguinte: *"The outstanding examples were provided by Great Britain's return, both after the wartime inflation of the Napoleonic wars and after that of the first World War, to the prewar gold parity of the sterling. In each case Parliament and Cabinet adopted the deflationist policy without having weighed the pros and cons of the two methods open for a return to the gold standard. In the second decade of the nineteenth century they could be exonerated, as at that time monetary theory had not yet clarified the problems involved. More than a hundred years later it was simply a display of inexcusable ignorance of economics as well as of monetary history."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 567-568 e também a p. 784. F.A. Hayek, por seu lado, refere o grave erro que foi voltar à paridade entre ouro e libra que existia antes da Primeira Guerra Mundial, bem como ao fato de que tal política havia sido implementada de forma lenta e gradual, e não mediante um choque rápido, como aconteceu nos Estados Unidos entre 1920 e 1921, chegando à conclusão de que *"Though the clear determination of the government to restore the gold standard made it possible to do so as early as 1925, internal prices and wages were then still far from being adapted to the international level. To maintain this parity, a slow and highly painful process of deflation was initiated, bringing lasting and extensive unemployment, to be abandoned only when it became intolerable when intensified by the world crisis of 1931 - but, I am still inclined to believe, just at the time when the aim of that painful struggle had been nearly achieved."* F.A. Hayek, *1980s Unemployment and the Unions: The Distortion of Relative Prices by Monopoly in the Labour Markets*, The Institute of Economic Affairs, 2.ª edição, Londres 1984, p. 15. Ver também a nota 43 do capítulo VIII.

entesourar).[47] Neste caso, o aumento da demanda de moeda dá ensejo a uma tendência para o aumento do poder de compra da unidade monetária (ou, se se preferir, a uma diminuição do "nível geral dos preços"). No entanto, este tipo de deflação é radicalmente distinto o anterior, visto que traz algo de novo, pois tem origem em um aumento da poupança por parte dos agentes econômicos, que, desta forma, libertam recursos em forma de bens e serviços de consumo que ficam por vender. Entram, assim, em funcionamento os efeitos que já estudamos ao analisar o caso do aumento da poupança voluntária no capítulo V e, concretamente, o "Efeito Ricardo", que resulta da diminuição do preço relativo dos bens de consumo, que, por sua vez, dá origem a um aumento, *ceteris paribus*, da remuneração real dos trabalhadores e dos restantes rendimentos dos fatores originais de produção. Assim, desencadeiam-se os processos que estimulam o alongamento da estrutura produtiva. Esta torna-se mais intensiva em capital, graças aos novos projetos de investimento iniciados, e que poderão ser terminados devido à libertação de recursos produtivos nas etapas mais próximas do consumo. A única diferença entre este caso e o do aumento da poupança voluntária que é investida imediata e diretamente na estrutura produtiva ou por meio dos mercados de capitais é que agora, como consequência do aumento dos saldos de caixa, reflexo da poupança, o processo exige uma diminuição do preço dos bens e serviços de consumo, dos produtos das etapas intermediárias e do rendimento dos fatores de produção originais e dos salários para se adaptar ao aumento do poder de compra da unidade monetária. Não se trata, contudo, como no caso anterior, de um doloroso processo que não traz quaisquer benefícios. Aqui existe uma poupança efetiva que provoca um aumento da produtividade da sociedade. O alongamento da estrutura produtiva e a redistribuição dos fatores de produção verifica-se na medida em que ocorre uma alteração dos preços relativos dos produtos das etapas intermediárias e da etapa final de consumo, como a que explicamos no capítulo V. Esta alteração acontece independentemente de, em termos *absolutos e nominais*, todos os preços terem de baixar (em diferentes graus) como consequência do maior poder de compra da unidade monetária.[48]

[47] Também é possível, do ponto de vista teórico e prático, que os agentes econômicos aumentem os saldos de caixa (demanda de moeda) sem que haja qualquer variação do volume de consumo monetário, desinvestindo em recursos produtivos e vendendo bens de capital. Este fenômeno provoca um achatamento da estrutura produtiva e gera um empobrecimento generalizado da sociedade por meio de um processo que é precisamente o oposto do analisado no capítulo V a respeito do alongamento da estrutura produtiva financiada com base em um aumento da poupança voluntária.

[48] *"Whenever an individual devotes a sum of money to saving instead of spending it for consumption, the process of saving agrees perfectly with the process of capital accumulation and investment. It does not matter whether the*

O terceiro tipo de deflação que vamos considerar é o que resulta da *contração de crédito* que normalmente se verifica na etapa de crise subsequente a toda a expansão de crédito. Já comentamos este processo nos capítulos IV e V, ao analisar como, tal como a expansão de crédito multiplica a quantidade de moeda em circulação, a devolução maciça de empréstimos e a perda de valor no ativo dos balanços causados pela crise dão origem a um inevitável processo acumulativo de contração de crédito que diminui a quantidade de dinheiro em circulação e gera, assim, deflação.

Este terceiro caso surge quando no processo de surgimento da crise se verifica não só uma parada no crescimento da expansão de crédito, mas também uma contração do crédito e, logo, uma deflação ou diminuição da oferta monetária ou quantidade de moeda em circulação. No entanto, esta deflação é diferente da analisada no ponto 'a' acima e tem um conjunto de *efeitos positivos* que é preciso considerar. Em primeiro lugar, a deflação causada pela contração do crédito não provoca os desnecessários desajustamentos mencionados no ponto 'a', antes, facilita e acelera a liquidação dos projetos de investimento iniciados erroneamente na etapa de expansão. Não se trata, pois, de uma deflação que, de forma artificial, faz com que não pareçam rentáveis projetos de investimento, que na realidade o são. Pelo contrário, é a reação natural e necessária do mercado para liquidar rapidamente os projetos de investimento empreendidos erroneamente na etapa de expansão. Um segundo efeito positivo é o fato de, de alguma maneira, reverter os efeitos de redistribuição do rendimento ocorridos na etapa de expansão do *boom* inflacionista. De fato, a expansão inflacionista ativa uma tendência de diminuição do poder de compra da moeda que reduz os rendimentos reais de todos os titulares de rendimentos fixos (poupadores, viúvas, órfãos, pensionistas) em favor daqueles que primeiro recebem os empréstimos do sistema bancário e veem aumentar os próprios rendimentos monetários. Em terceiro lugar, a deflação de crédito faz com que, em geral, os diferentes negócios pareçam menos rentáveis, uma vez que os custos históricos são contabilizados com uma unidade monetária cuja capacidade de compra era menor e os rendimentos contábeis recebidos com uma unidade monetária cujo poder de compra é

individual saver does or does not increase his cash holding. The act of saving always has its counterpart in a supply of goods produced and not consumed, of goods available for further production activities. A man's savings are always embodied in concrete capital goods [...] *The effect of our saver's saving, i.e., the surplus of goods produced over goods consumed, does not disappear on account of his hoarding. The prices of capital goods do not rise to the height they would have attained in the absence of such hoarding. But the fact that more capital goods are available is not affected by the striving of a number of people to increase their cash holdings* [...]. *The two processes —increased cash holding of some people and increased capital accumulation— take place side by side."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 521-522.

mais elevado. Isto faz com que, do ponto de vista contábil, os lucros empresariais sejam artificialmente reduzidos, o que leva a uma tendência para que os empresários façam mais poupança e repartam menos em forma de dividendos (exatamente o contrário do que haviam feito na etapa de expansão). Esta tendência a favor da poupança é muito positiva para o reinicio da recuperação econômica.[49] A diminuição da quantidade de moeda em circulação, provocada pela contração de crédito, tenderá indubitavelmente a aumentar o poder de compra da unidade monetária, o que levará à redução dos salários e rendimentos dos fatores originais de produção. De início, esta redução será mais rápida do que a diminuição do preço dos bens e serviços de consumo, no caso de chegar a acontecer. Consequentemente, em termos relativos, os salários e rendimentos dos fatores originais de produção se reduzirão, o que levará a uma maior contratação de trabalhadores em vez de máquinas e à transferência em massa desses trabalhadores para as etapas mais próximas do consumo. Ou seja, a contração de crédito reforça e acelera o necessário processo de "achatamento" da estrutura produtiva que acompanha a recessão. É imprescindível que os mercados de trabalho sejam flexíveis em todos os aspectos, com vista a facilitar as portentosas transferências de recursos produtivos e mão de obra. Quanto mais cedo o reajustamento for terminado e o efeito dos créditos concedidos para projetos de investimento erroneamente empreendidos eliminado, mais cedo se construirão os alicerces da subsequente recuperação, que será caracterizada por uma recuperação do preço relativo dos fatores originais de produção, ou seja, por uma diminuição do preço dos bens e serviços de consumo. Em termos relativos, esta diminuição será maior do que a dos salários, dado o aumento da poupança geral da sociedade, que pode voltar a estimular um crescimento das etapas mais intensivas em capital. Trata-se de um crescimento possível, uma vez que tem origem em um aumento da poupança real voluntária. Como conclui Röpke a propósito desse terceiro tipo de deflação (contração de crédito decorrente da crise):

> *Is the unavoidable reaction to the inflation of the boom and must not be counteracted, otherwise a prolongation and aggra-*

---

[49] Uma brilhante análise dos efeitos positivos desse terceiro tipo de deflação provocada pela contração de crédito na etapa recessiva do ciclo pode ser encontrada em Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 863-871. Veja-se ainda Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 566-570. Mises indica também que, apesar dos seus efeitos negativos, a contração deflacionaria nunca é tão prejudicial como a expansão de crédito, porque: *"contraction produces neither malinvestment nor overconsumption. The temporary restriction in business activities that it engenders may by and large be offset by the drop in consumption on the part of the discharged wage earners and the owners of the material factors of production the sales of which drop. No protracted scars are left. When the contraction comes to an end, the process of readjustment does not need to make good for losses caused by capital consumption"* (ob. cit., p. 567).

vation of the crisis will ensue, as the experiences in the United States in 1930 have shown.[50]

É possível que, em determinadas circunstâncias históricas, a intervenção dos governos e dos sindicatos e a rigidez institucional dos mercados impeçam os reajustamentos necessários que precedem toda a recuperação da atividade econômica. Se os salários forem inflexíveis, as condições de contratação de mão de obra muito rígidas, o poder dos sindicatos muito grande e os governos caírem na tentação da despesa pública e do intervencionismo protecionista, é possível que se mantenha indefinidamente um volume muito elevado de desemprego, sem que se dê um reajustamento dos fatores originais de produção às novas condições econômicas (caso do Japão durante o período 1992-2002). Nestas circunstâncias, poderá também dar-se um processo cumulativo de contração, no qual o crescimento em massa do desemprego daria origem a uma diminuição generalizada da procura, que, por sua vez, levaria a novas doses de desemprego e assim sucessivamente. Alguns teóricos chamaram *depressão secundária* a este processo, que não resulta das forças espontâneas do mercados, mas da intervenção coerciva dos governos sobre os mercados laborais, os produtos e o comércio internacional. Em algumas ocasiões, os teóricos da "depressão secundária" consideraram que simples possibilidade de ocorrência desta depressão é um argumento *prima facie* para justificar a intervenção do governo, fomentando de novo a expansão de crédito e a despesa pública. Contudo, a única política efetiva para evitar o aparecimento de uma "depressão secundária", ou para evitar o seu agravamento, é, como já referimos anteriormente, é a de liberalizar generalizadamente os mercados e evitar cair de novo nas políticas de expansão de crédito, abandonando todas as políticas que tendam a manter os salários altos e a tornar os mercados rígidos. Estas políticas apenas tornariam mais longo, duradouro e doloroso o processo de reajustamento, podendo até chegar ao ponto de o tornar politicamente insuportável.[51]

---

[50] Wilhem Röpke, *Crises and Cycles*, William Hodge, Londres 1936, p. 120. A tradução portuguesa poderia ser: "[Esta deflação] é a reação inevitável à inflação do *boom* e não deve ser contrariada, sob pena de se provocar um agravamento e um prolongamento dos efeitos a crise, como mostraram as experiências nos Estados Unidos nos anos 30."

[51] O principal teórico da "depressão secundária", Wilhelm Röpke, reconhece, no inconstante e por vezes

O que fazer se, em determinadas circunstâncias, é aparentemente "impossível" tomar as medidas necessárias para flexibilizar os mercados de trabalho, abandonar o protecionismo e fomentar o reajustamento que é a condição prévia e necessária de toda a recuperação? Este é um problema de política econômica interessantíssimo, cuja decisão dependerá da correta avaliação da gravidade das circunstâncias de cada momento histórico. Apesar de a teoria demonstrar que qualquer política de expansão artificial do consumo, da despesa pública e da expansão de crédito é contraproducente, ninguém nega que, a curto prazo, é possível absorver qualquer volume de desemprego, simplesmente aumentando a despesa pública ou a expansão de crédito, embora à custa de parar o processo de reajustamento e de tornar mais grave a recessão quando esta reaparecer. No entanto, o próprio Hayek reconheceu que as situações históricas podiam chegar a ser, em determinadas circunstâncias, tão desesperadas, que, politicamente, não restaria outra saída senão a de voltar a intervir: "dando de beber a um homem em ressaca". Vejamos como, já em 1939, Hayek, se manifestava neste sentido:

> *It has, of course, never been denied that employment can be rapidly increased, and a position of 'full employment' achieved in the shortest possible time by means of monetary expansion. All that has been contended is that the kind of full employment which can be created in this way is inherently unstable, and that to create employment by these means is to perpetuate fluctuations. There may be desperate situations in which it may indeed be necessary to increase employment at all costs, even if it be only for a short period - perhaps the situation in which Dr. Brüning found himself in Germany in 1932 was such a situation in which desperate means would have been justified. But the economist should not conceal the fact that to aim at the maximum of employment which can be achieved in the short run by means of monetary policy is essentially the policy of the* 'desperado' *who has nothing to lose and everything to gain from a short breathing space.*[52]

contraditório tratamento que dá ao tema, que existem forças espontâneas no mercado que impedem que, na ausência de intervenção e rigidez exterior, tal depressão surja e se desenvolva. E mesmo quando surge e se desenvolve como consequência da rigidez dos mercados de trabalho e do desenvolvimento de politicas protecionistas, o mercado acaba sempre por estabelecer de forma espontânea um "solo" para o processo acumulativo da depressão. Ver: Wilhelm Röpke, *Prices and Cycles*, ob. cit., pp. 128-129.

[52] F.A. Hayek, *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., nota de rodapé 1, pp. 63-64. A tradução do trecho poderia ser: "Nunca se negou, claro, que pode fazer-se o emprego aumentar rapidamente e alcançar-se uma situação de "pleno emprego" em um curto período de tempo mediante expansão monetária. A única coisa que foi discutida é que o tipo de emprego que pode ser criado desta forma é inerentemente instável e que criar emprego por este meio é perpetuar as flutuações econômicas. Pode haver situações desespe-

Suponhamos agora que os políticos ignoram as recomendações do economista e que as circunstâncias são tais que é impossível liberalizar a economia, pelo que o desemprego se generaliza, o reajustamento nunca termina e inicia uma fase de contração cumulativa. Suponhamos ainda que é politicamente impossível tomar qualquer medida adequada e que a situação ameaça até desembocar em uma revolução. Que tipo de expansão monetária seria a menos perturbadora do ponto de visto econômico? Neste caso, a menos negativa das políticas, embora não deixasse de ter efeitos muito prejudiciais sobre o sistema econômico, seria o estabelecimento de um programa de obras públicas que desse trabalho aos desempregados a salários relativamente reduzidos, de forma que os trabalhadores pudessem depois ser transferidos rapidamente para outras atividades mais lucrativas e cômodas logo que as circunstâncias melhorassem. Em todo o caso, deveria ser evitada a concessão direta de empréstimos e créditos às empresas das etapas produtivas mais afastadas do consumo. Assim, uma política de subsídio a desempregados, com remunerações baixas em troca de remuneração efetiva de trabalhos de conteúdo social (com o objetivo evitar gerar incentivos aos trabalhadores para manter-se cronicamente desempregados) seria a menos danosa nas circunstâncias extremas que acabamos de descrever.[53]

---

radas nas quais será de fato necessário aumentar o emprego a todo o custo, mesmo que seja apenas por um curto período — talvez a situação em que o Dr. Brüning se encontrou na Alemanha em 1932 tenha sido uma dessas situações nas quais o meios desesperados se justificam. No entanto, o economista não deve esconder o fato de que alcançar o máximo de emprego que pode ser atingido a curto prazo por meio de uma política monetária é, no essencial, a politica do desesperado que não tem nada a perder e tudo a ganhar com um pequeno espaço para respirar." Mais tarde, Hayek ampliou suas ideias a esse respeito, indicando como nos anos 1930 se opôs à política expansiva alemã, tendo até mesmo escrito um artigo, que, no entanto, não chegou a publicar. Enviou-o para o professor Röpke com uma nota pessoal em que dizia o seguinte: *"Apart from political considerations I feel you ought not —not yet at least— to start expanding credit. But if the political situation is so serious that continuing unemployment would lead to a political revolution, please do not publish my article. That is a political consideration, however, the merits of which I cannot judge from outside Germany but which you will be able to judge." E Hayek conclui que "Röpke's reaction was not to publish the article, because he was convinced that at that time the political danger of increasing unemployment was so great that he would risk the danger of causing further misdirections by more inflation in the hope of postponing the crisis; at that particular moment this seemed to him politically necessary and I consequently withdrew my article."* F.A. Hayek, "The Campaign Against Keynesian Inflation", cap. XIII de *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, ob. cit., p. 211. Em todo caso, e como demonstramos no texto, este tipo de medidas desesperadas podem apenas obter um alívio breve, e adia a resolução de problemas, que se tornam muito mais graves com o tempo. De fato, apesar da decisão consequente de Röpke, a situação continuou a degradar-se e não foi possível impedir a ascensão de Hitler ao poder em 1933.

[53] O próprio F.A. Hayek refere que, nestas circunstâncias, a política menos prejudicial consistiria em proporcionar *"employment through public works at relatively low wages so that workers will wish to move as soon as they can to other and better paid occupations, and not by directly stimulating particular kinds of investment or similar kinds of public expenditure which will draw labour into jobs they will expect to be permanent but which must cease as the source of the expenditure dries up."* F.A. Hayek, "The Campaign against Keynesian Inflation", em *New Studies*, ob. cit., pp. 211-212. No entanto, o risco deste tipo de concessões advém do fato de, nos sistemas democráticos atuais, ser quase impossível que não sejam usadas de forma pouco rigorosa pelos políticos para justificar medidas de intervenção em qualquer situação de recessão econômica. Tal-

13
A ECONOMIA "MANÍACO-DEPRESSIVA": A DESMORALIZAÇÃO DA CULTURA EMPRESARIAL E OUTROS EFEITOS NEGATIVOS DA RECORRÊNCIA DO CICLO ECONÔMICO SOBRE A ECONOMIA DE MERCADO

O aparecimento recorrente de crises econômicas decorrentes da expansão de crédito traz outras consequências, que, sendo mais sutis, não são menos prejudiciais para a cooperação harmoniosa entre os seres humanos e o desenvolvimento econômico e social.[54] Ressalte-se, concretamente, que o atual sistema baseado na expansão de crédito tornou habitual o desenvolvimento econômico composto de fases de *boom* e de crises. É como se a economia de mercado tivesse forçosamente de ter um comportamento que poderíamos qualificar de "maníaco-depressivo".

De fato, os empresários, jornalistas, políticos, sindicalistas e agentes econômicos em geral se habituaram a considerar que a etapa de expansão artificial própria do *boom* é a etapa normal de prosperidade, que deve ser buscada e mantida de qualquer forma. Pelo contrário, as inevitáveis consequências da expansão, ou seja, a crise e recessão, são consideradas etapas muito negativas, que é preciso evitar a todo o custo.[55] Não notam que a recessão é a consequência inevitável da expansão artificial, que tem a virtude de tornar evidentes os erros cometidos e de tornar possíveis a recuperação e o reajustamento da estrutura produtiva.

Além disso, a expansão de crédito força, de forma desproporcionada e indevida, a capacidade de reação e o ritmo de trabalho dos

---

vez uma solução possível fosse incluir como artigo constitucional o princípio do orçamento equilibrado dos peritos clássicos de finanças públicas, que, ao exigir o acordo de todas as forças políticas para a sua modificação no caso de avaliação unânime da natureza "crítica" da situação, poderia diminuir o risco de implantação injustificada de medidas artificiais de expansão em épocas de crise.

[54] O surgimento recorrente de novas crises mostra que têm origem no processo de expansão de crédito, que, forçosamente, desencadeia os reajustamentos espontâneos que estudamos. Na ausência de expansão de crédito, as crises econômicas seriam eventos isolados e pontuais que ocorreriam apenas como resultado de fenômenos extraordinários de tipo físico (más colheitas, terremotos, etc.) ou de tipo social (como podem ser as guerras e revoluções), mas não ocorreriam com a regularidade nem com a extensão geográfica a que estamos habituados.

[55] *"The boom is called good business, prosperity, and upswing. Its unavoidable aftermath, the readjustment of conditions to the real data of the market, is called crisis, slump, bad business, depression. People rebel against the insight that the disturbing element is to be seen in the malinvestment and the overconsumption of the boom period and that such an artificially induced boom is doomed."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 575. Por isso, é um grave erro pensar que o *crash* da bolsa que anuncia a crise destrói riqueza real. Pelo contrário, como já sabemos, as destruição econômica acontece antes, em forma de mau investimento generalizado durante a etapa anterior de *boom* de crédito. A queda da bolsa indica apenas que os agentes econômicos se aperceberam finalmente deste fenômeno. Ver ainda a seção 14.

agentes econômicos. Enquanto dura, a capacidade de trabalho dos seres humanos é levada ao limite e o espírito empresarial é corrompido, o que gera uma tensão e um desgaste psicológico de grande monta quer em termos humanos quer pessoais. Além disso, a criação de moeda nova via concessão expansiva de créditos financia todo o tipo de operações especulativas, ofertas públicas de aquisição de ações e guerras comerciais e financeiras, nas quais a cultura de especulação a curto prazo é preponderante, espalhando-se erroneamente a ideia de que é possível e conveniente alcançar lucros elevados com grande facilidade e rapidez. Desta forma, o trabalho bem feito e a cultura empresarial tradicional, com base no desenvolvimento prudente das empresas com um espírito de permanência e de consecução de objetivos a longo prazo, são desencorajados. É esta a realidade, especialmente devastadora e danosa para as gerações mais jovens e dinâmicas da sociedade, a que nos queremos referir quando falamos da desmoralização generalizada provocada pela expansão de crédito artificial.[56]

O problema é agravado se, como demonstraram os teóricos que analisaram o ciclo do ponto de vista político,[57] os protagonistas dos processo políticos tomam as decisões única e exclusivamente a curto prazo e com a finalidade de conseguir obter apoios imediatos que lhes garantam o triunfo nas eleições seguintes, pelo que nunca têm dúvidas no momento de iniciar, estimular e fomentar as políticas de expansão monetária que possam lhes trazer mais benefícios eleitorais a curto prazo. Ademais, qualquer desvio da expansão artificial e do otimismo que ela produz é considerado algo negativo, imediatamente denunciado pelos meios de comunicação e utilizado como arma política por parte da oposição, dos sindicatos e das organizações empresariais, ninguém se atreve a denunciar os males da política de crédito. Isto cria um ambiente de irresponsabilidade monetária que tende a agravar os problemas e torna muito difícil a resolução por meio de sensatos reajustamento e liquidação que estabeleçam os alicerces de uma recuperação sustentada não baseada na expansão de crédito.

---

[56] O efeito da expansão de crédito é tão mais prejudicial quanto os agentes econômicos estejam habituados a uma economia austera, cujo crescimento sustentado se deva única e exclusivamente à poupança voluntária. No entanto, nas circunstâncias atuais, em que os auges artificiais e as depressões se sucedem, os agentes econômicos começam a aprender por experiência própria e os efeitos expansivos da concessão de créditos são cada vez menores ou obtidos única e exclusivamente à custa de injetá-los a um ritmo e volume cada vez maiores.

[57] William D. Nordhaus, "The Political Business Cycle", *Review of Economic Studies*, vol. 42, n.º 130, Abril de 1975, pp. 169-190. E também Edward R. Tufte, *Political Control of the Economy*, Princeton University Press, Princeton 1978; e C. Duncan MacRae, "A Political Model of the Business Cycle", publicado em *Journal of Political Economy*, vol. 85, 1977, pp. 239-263.

Por fim, é importante referir a outro grave efeito prejudicial do aparecimento recorrente e sucessivo de crises econômicas provocadas pela expansão de crédito sobre a economia de mercado e os princípios de liberdade de empresa. Efetivamente, cada processo de expansão de crédito é inexoravelmente seguido de uma etapa de doloroso reajustamento, que é o espaço ideal para justificar a posterior intervenção do estado na economia e para que os argumentos populares de que é precisamente a recessão econômica que revela as insuficiências da economia de mercado e "prova" que é necessário que o estado intervenha mais na economia em todos os níveis para evitar que se reproduzam as crises e tornar óbvias as consequências. Assim, a recessão é o ambiente ideal para que surjam propostas de protecionismo comercial, intervenção nos mercados, aumento do déficit público e regulação da economia. Como sabemos, estas políticas intervencionistas não fazem mais do que prolongar e agravar a recessão, tornando mais difícil a necessária recuperação. Infelizmente, depois de a recuperação se iniciar timidamente, as pressões do público em favor de uma nova expansão de crédito são de tal forma fortes, que esta recomeça, dando origem à repetição de todo o processo. Como conclui Mises: *"But the worst is that people are incorrigible. After a few years they embark anew upon credit expansion, and the old story repeats itself"*.[58]

14
Influência das flutuações econômicas na bolsa de valores

A bolsa de valores é o mercado onde se trocam títulos de valores mobiliários representativos de empréstimos realizados às empresas. Os títulos de valores mobiliários são, assim, a encarnação jurídica das participações nas operações de concessão de bens presentes, por parte dos poupadores ou capitalistas, a quem procura bens presentes e está disposto a utilizá-los nos processos produtivos, em troca de entregar aos poupadores ou emprestadores uma quantidade superior de bens futuros. Estes valores mobiliários podem assumir um conjunto variado de formas e ter naturezas jurídicas muito distintas, podendo se tratar de ações, obrigações, etc. Em todo o caso, a existência de um mercado de valores proporciona a grande vantagem de facilitar as trocas de propriedade desses títulos e, portanto, da propriedade dos correspondentes bens de capital que representam de forma fracionária. Outra vantagem importante do mercado de valores é permitir obter uma rápida liquidez no caso de os proprietários dos títulos

[58] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 578. A tradução desta passagem poderia ser: "Mas o pior é que as pessoas são incorrigíveis. Depois de alguns anos, embarcam de novo na expansão de crédito, e a velha história se repete."

desejarem se libertar deles.[59] Além disso, torna possível o investimento temporário dos excessos de caixa que os agentes econômicos acreditam possuir. Graças ao mercado de valores, podem investir na compra de títulos que, embora representem e se consubstanciem em investimentos a longo prazo, podem ser conservados durante prazos mais curtos e ser vendidos a qualquer momento.[60]

Em uma economia em crescimento são e sustentado, o fluxo de poupança voluntária chega à estrutura produtiva de duas formas: por intermédio do auto-financiamento das empresas, ou por meio do mercado de valores mobiliários (também chamado “de capitais”.) Não obstante, a chegada da poupança através do mercado de valores efetua-se de forma lenta e gradual, não envolvendo *booms* ou euforias das bolsas.[61]

Só existe um crescimento geral contínuo e significativo, quando o setor bancário inicia uma política de expansão de crédito sem cobertura de um aumento prévio da poupança voluntária. De fato, a criação de moeda nova em forma de créditos bancários chega imediatamente à bolsa de valores e inicia um movimento puramente especulativo de

---

[59] Outra função essencial da bolsa de valores e do mercado de opções e futuros foi revelada, na mais pura tradição da Escola Austríaca, por Ludwig M. Lachmann, para quem *“the Stock Exchange by facilitating the exchange of knowledge tends to make the expectations of large numbers of people consistent with each other, at least more consistent than they would have been otherwise; and that through the continual revaluation of yield streams it promotes* consistent capital change *and therefore economic progress.”* Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., p. 71 (grifo nosso).

[60] Importa realçar que o setor bancário se apropriou, em grande medida, deste importante papel da bolsa de valores, uma vez que, ao poder expandir o crédito, gerar depósitos e remunerá-los, tornou-se o instrumento mais utilizado para investir os excessos temporários de caixa. Esta situação é muito nefasta, uma vez que permite um crescimento ainda maior da expansão de crédito, com os efeitos negativos que conhecemos. Pelo contrário, se os excessos de caixa fossem colocados na bolsa de valores, haveria um aumento efetivo da poupança voluntária, o que permitiria alongar os processos de investimento sem que estes se vissem forçados a ser suspensos por um inevitável crise ulterior (embora os poupadores nunca tivessem a garantia de receber, em caso de venda dos títulos, o mesmo valor monetário que tinham utilizado para a compra). Além disso, estamos agora em posição de entender a razão por que não é justificada a crítica que frequentemente é efetuada ao mercado de valores e segundo a qual o seu pequeno tamanho e escasso desenvolvimento tornam inevitável a extensão do papel dos bancos no que respeita aos financiamentos de projetos produtivos. No entanto, a realidade é precisamente a oposta: é a possibilidade de os bancos financiarem projetos de investimento por meio de expansão de crédito sem cobertura de poupança real o que lhes confere um maior protagonismo nos projetos de investimento, em detrimento, precisamente, do mercado de valores, que perde importância no processo de investimento e se converte em um mercado secundário que, ao logo do ciclo, segue as linhas gerais estabelecidas pelo sector bancário.

[61] Apenas se ocorrer uma diminuição súbita (e pouco provável) na preferência temporal da sociedade, os índices da bolsa poderão, na ausência de expansão de crédito, dar um salto para alcançar um novo nível (consolidado) a partir do qual, possa ocorrer, quando muito, um crescimento lento e gradual da bolsa. Por isso, os *booms* e as euforias das bolsas prolongadas continuamente são sempre artificiais e se alimentam da expansão de crédito. Além disso, estas euforias bolsistas estimulam o público a adiar o consumo a curto prazo e a investir os saldos de caixa na bolsa. Assim, enquanto se mantiverem as expectativas de auges na bolsas, alimentadas pela expansão de crédito, pode se atrasar a chegada da recessão. É o que está acontecendo nos principais mercados de bolsas americanos e europeus quando se escrevem estas linhas (final de 1997).

subida das quotizações, que, em geral, afeta, em maior ou menor grau, a maioria dos títulos e pode continuar a subir enquanto a expansão de crédito se mantiver a um ritmo acelerado. Na verdade, a expansão de crédito não só causa uma significativa diminuição artificial relativa das taxas de juro, com o efeito de subida que exerce sempre sobre as quotizações bolsistas, como permite que os títulos de valores mobiliários cujo preço não deixa de subir sejam utilizados como colateral para solicitar novos empréstimos, em um *círculo vicioso* alimentado pelos contínuos aumentos especulativos da bolsa, que não acaba enquanto a expansão de crédito se mantiver. Como explica Fritz Machlup:

> *If it were not for the elasticity of bank credit, which has often been regarded as such a good thing, the boom in security values could not last for any length of time. In the absence of inflationary credit the funds available for lending to the public for security purchases would soon be exhausted.*[62]

Assim, e está é talvez uma das conclusões mais importantes a que podemos chegar, nenhuma etapa de auge ininterrupto na bolsa de valores indica que as circunstâncias econômicas são favoráveis, antes pelo contrário: esse auge é a manifestação mais inequívoca de que se está a verificar uma expansão de crédito sem cobertura de poupança real que alimenta um *boom* artificial, que acabará inexoravelmente por desembocar em uma grave crise na bolsa.

Por outro lado, como demonstrou Hayek, se forem consideradas um acréscimo de riqueza pelos agentes econômicos e despendidas na compra de bens e serviços de consumo, as significativas mais-valias ou receitas de capital obtidas na bolsa durante a etapa de expansão implicam um consumo substancial do escasso estoque de capital, que, em última instância, acabará por empobrecer a sociedade.[63]

Mesmo quando, do ponto de vista analítico, são muito claros os processos que tendem a reverter os projetos de investimento empreendidos erroneamente como consequência da expansão de crédito, é impossível

---

[62] Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., p. 92. Esta obra de Machlup é, sob todos os pontos de vista, essencial para compreender a influência do ciclo sobre a bolsa de valores. A tradução para português poderia ser a seguinte: "Não fosse a elasticidade do crédito bancário, que foi frequentemente vista como algo positivo, e o *boom* nos valores mobiliários não poderia se manter indefinidamente. Na ausência de crédito inflacionário, os fundos disponíveis para serem emprestados ao público para a compra de títulos mobiliários depressa se extinguiriam."

[63] *"Stock Exchange profits made during such periods of capital appreciation in terms of money, which do not correspond to any proportional increase of capital beyond the amount which is required to reproduce the equivalent of current income, are not income, and their use for consumption purposes must lead to a destruction of capital."* F.A. Hayek, "The Maintenance of Capital", *Economica*, vol. II, Agosto de 1934. Este artículo é o capítulo III de *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 83-134. A citação que acabamos de fazer encontra-se na p. 133.

saber *a priori* em que momento e em que circunstâncias específicas se tornará evidente no mercado bolsista que a expansão é artificial, acabando por desencadear uma crise das bolsas. O que podemos afirmar com segurança é que a bolsa de valores será o primeiro indicador a mostrar que a expansão é artificial e "tem pés de barro", havendo a forte possibilidade de um elemento mínimo desencadeador dar origem a um *crash* na bolsa.[64] Este *crash* surgirá logo que os agentes econômicos percam a confiança na continuidade do processo de expansão e percebam que a expansão de crédito se abranda ou detém. Em síntese, assim que se convençam de que os efeitos da crise e recessão aparecerão em um futuro não muito distante. A partir desse momento, o mercado bolsista está sentenciado.

Os primeiros sintomas da crise na bolsa assustam seriamente os políticos, responsáveis econômicos e público em geral, sendo comum o aparecimento de um alarido geral em favor de uma nova expansão de crédito no grau necessário para manter e consolidar os altos índices nas bolsas. Pensam, erradamente, que o nível elevado de preços alcançado pelos títulos de valores é um sinal da boa "saúde" da economia e que, logo, deve se fazer o possível para evitar o colapso da bolsa.[65] De fato, nem o público nem a maioria dos especialistas[66] querem entender que a queda da bolsa é o primeiro aviso da inevitabilidade da crise e que os índices das bolsas não podem se manter inalterados, a não ser por novas doses de crédito, que serviriam apenas para atrasar a crise e tornar a recessão muito mais grave.

Depois da crise na bolsa, o mercado de valores atua também como um indicador de sua evolução. Assim, *ceteris paribus*, os índices cor-

[64] Independentemente do fato histórico concreto que a desencadeie, a crise na bolsa deflagrará a partir do momento em que a expansão de crédito diminua, uma vez que, como refere Fritz Machlup: *"The most probable result in this case is a quick recession of security prices. For higher stock prices will invite a new supply of securities, and the corporations, which want to take advantage of the higher prices in order to draw funds from the stock exchange and use them for real investment, will find that there are no additional funds to be had."* Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., p. 90.

[65] Não nos referimos ao fato inquestionável de que o interesse particular de muitos detentores de títulos especulativos se encontra atrás de uma grande parte do "clamor público" a favor do apoio institucional à bolsa. Da mesma forma, é muito significativo que, quando uma crise na bolsa é deflagrada, sejam lançadas quase unanimemente por meio da comunicação social mensagens "tranquilizadoras" que insistem no caráter passageiro e "injustificado" do fenômeno e aconselham o público não só a não se libertar das suas ações, mas também a aproveitar a situação para comprar mais títulos a bom preço. As vozes discordantes dos que veem a situação de outra forma e acreditam que o melhor é vender (e que, em situações de crise são a maioria dos que acodem ao mercado) são sempre discreta e convenientemente silenciadas.

[66] Assim, por exemplo, mesmo antes do *crash* da bolsa a 24 de outubro de 1929, o mesmo Irving Fischer afirmava com confiança no dia 17 de outubro de 1929 que: *"we are in a 'higher plateau' of stock exchange prices"*, já plenamente consolidado e que nunca baixaria. Ver as declarações de Fisher à *Commercial & Financial Chronicle*, publicadas a 26 de outubro de 1929, pp. 2618-19. Citado por Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare: A Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*, Liberty Press, Indianapolis, 1979, p. 210. No mesmo erro de Fischer caíram Wesley C. Mitchell, R.G. Hawtrey e o próprio John Maynard Keynes. Ver: Mark Skousen "Who predicted the 1929 crash?", ob. cit., pp. 254-257 (ver, ainda, a nota 99).

respondentes aos títulos representativos das empresas que exercem atividade nas etapas mais afastadas do consumo sofrem mais violentamente a queda de quotizações do que as correspondentes empresas de bens e serviços de consumo. Esta é a constatação na bolsa de que os maiores erros empresariais foram cometidos nas etapas mais intensivas em capital e de que é preciso liquidá-los, salvar o que for possível e transferir os recursos e fatores de produção originais correspondentes para empresas mais próximas do consumo.

Uma vez iniciado o processo de recessão, a letargia da bolsa manter-se-á durante o processo de reajustamento, indicando não só que este processo está ainda em vigor, mas também que as taxas de juro de mercado subiram para o nível que tinham na etapa anterior ao início da expansão de crédito (ou até, como já sabemos, para um nível superior, se, como é comum, incluírem um prêmio adicional por risco e inflação).[67] De qualquer forma, a letargia bolsista manter-se-á enquanto o reajustamento durar, podendo manter-se indefinidamente se o reajustamento não for terminado devido à contínua concessão de novos créditos a empresas afetadas em um ambiente de mercados de trabalho e outros com muita intervenção e rígidos (caso da economia japonesa entre 1995 e 2001).

Quando o reajustamento tiver terminado, a recuperação pode começar, se os agentes econômicos recuperarem a confiança e voltarem a aumentar a sua taxa de poupança voluntária. Neste caso, o preço dos bens e serviços de consumo tenderá a diminuir em relação aos salários e rendimentos dos fatores de produção originais, o que determinará a ativação do “Efeito Ricardo”. Volta, assim, a ser interessante iniciar novos projetos de investimento para alongar e alargar as etapas da estrutura produtiva mais intensivas em capital. Este aumento da poupança levará a uma subida do preço dos títulos de valores mobiliários, que será um sinal do início da recuperação e de novos processos de investimento em bens de capital. Não obstante, o crescimento dos ín-

[67] *“This is clearly seen on the Stock Exchange which discounts future yield streams on the basis of the present rate of interest. A sensitive and well-informed market witnessing the spectacle of a strong boom will of course in any case sooner or later have its misgivings about future yields and the cost of present projects. But we need not doubt that where this is not so, a rising rate of interest would strongly reinforce the discounting factor and thus damp excessive optimism.”* Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 124- 125. Lachmann explica a grande importância que as instituições da bolsa de valores têm no alargamento do conhecimento e da informação dispersa dos diferentes agentes econômicos, aumentando a coordenação inter e intratemporal entre os mesmos. Assim, quer a bolsa de valores quer o mercado de futuros facilitam a coordenação e a estabilidade da economia, *função que cumprem enquanto não sejam distorcidos pelos impactos inflacionistas da expansão de crédito.* Em todo o caso, os mercados de futuros serão os primeiros a prever a sucessivas fases do ciclo econômico. Mesmo que não seja esse o caso, os próprios acontecimentos (subida das taxas de juro, perdas contabilísticas nas indústrias de bens de capital, etc.) acabarão por pôr um fim ao *boom* bolsista e por dar início à crise econômica.

dices na bolsa não voltará a ser espectacular enquanto não se reinicie uma nova expansão de crédito.[68]

Embora existam muitas outras considerações complementares que poderiam ser feitas em relação à evolução do mercado de valores durante o ciclo econômico, a ideia mais importante é que, em geral, nenhum aumento significativo e continuado do preço dos títulos de valores mobiliários pode ser explicado por uma melhoria das condições da produção nem por um aumento da poupança voluntária. Esse aumento só pode ser mantido indefinidamente graças ao crescimento inflacionário da expansão de crédito. A melhoria sustentada da economia e o aumento da poupança voluntária trazem uma maior afluência monetária ao mercado de valores. No entanto, este influxo é gradual e rapidamente absorvido pelos novos de títulos emitidos pelas empresas que pretendem financiar os seus novos projectos de investimento. Apenas um crescimento continuado e desproporcionado da oferta monetária em forma de expansão de crédito pode alimentar o fogo especulativo que caracteriza todo o *boom* bolsista.[69]

15
Efeitos do ciclo econômico sobre o setor bancário

Ao chegarmos a este ponto da análise, não deverá ser difícil compreender quais são os efeitos e as relações existentes entre o ciclo econômico e o setor bancário. Em primeiro lugar, é preciso reconhecer que o ciclo econômico tem origem na expansão de crédito realizada pelo setor bancário graças ao privilégio jurídico que ostenta de poder efetuar contratos de depósito de dinheiro à vista com um coeficiente de reserva fracionário. Além disso, no capítulo IV verificamos que esse privilégio explica a tendência para a concentração bancária, uma

[68] Não surpreende, portanto, que a etapa de recuperação combine uma diminuição relativa dos preços dos bens e serviços de consumo e, logo, dos valores mobiliários correspondentes a empresas mais próximas da última etapa da estrutura produtiva, e um aumento do preço dos títulos correspondentes a empresas que trabalham em etapas mais afastadas do consumo. Como refere Fritz Machlup, *"a shift of demand from consumers' goods to securities is 'saving'. It is usually assumed that a significant price shift takes place not only between consumers' goods and securities but also between consumers' goods and producers' goods. It may seem strange that the price fall in consumers' goods should correspond on the other side to price rises in two categories of things at the same time. But there is nothing complicated about this, for the rise in price of titles to capital goods may actually involve the rise in prices of the* capital goods *themselves*." Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., pp. 70-71.

[69] *"A continual rise of stock prices cannot be explained by improved conditions of production or by increased voluntary savings, but only by an inflationary credit supply. A lasting boom can result only from inflationary credit supply."* Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., pp. 99 e 290.

vez que quanto maior for o tamanho relativo do banco no mercado, maiores são as suas possibilidades de expansão de crédito sem se ver limitado pela câmara de compensação interbancária. Acresce que a concentração bancária possibilita uma melhor "gestão" de reservas fracionárias de caixa, o que permite fazer frente a levantamentos normais com saldos de caixa centrais mais baixos.

No entanto, no capítulo V, vimos que o processo de expansão de crédito provoca uma inevitável crise e consequente etapa de reajustamento, durante a qual uma parte significativa do ativo contábil dos bancos se evapora, em um período em que, além do mais, se verifica um aumento generalizado da demanda de moeda e do levantamento de depósitos. Assim se explica que os banqueiros tenham forçado a criação do denominado "banco central", uma instituição pública concebida basicamente para atuar como emprestador de última instância nas etapas de recessão econômica mais perigosas para eles. Além disso, as dificuldades e angústias sofridas pelos banqueiros como consequência do descumprimento e do levantamento de depósitos na etapa de reajustamento e recessão econômica reforçam, ainda mais, se possível, a tendência para a concentração bancária. De fato, desta forma podem dar um tratamento mais uniforme ao crédito malparado e conseguir obter economias de escala significativas na gestão do descumprimento e evitar cair na situação marginalmente mais insolvente do setor, por ter uma percentagem de créditos malparados mais elevada e/ou uma menor confiança do público.

Daqui concluimos que há uma tendência endógena para o exercício *privilegiado* da atividade bancária com reserva fracionária que leva à concentração bancária e a que os bancos desenvolvam e mantenham estreitas relações com o banco central, a única instituição que pode assegurar a sobrevivência nos momentos de crise, que eles próprios provocam regular e recorrentemente. Além disso, o banco central dirige, orquestra e organiza a expansão de crédito, assegurando que os bancos façam a expansão mais ou menos em uníssono e que nenhum deles se afaste demasiado do ritmo estabelecido.

16

Marx, Hayek e a visão das crises econômicas como algo inerente à economia de mercado

Interessa notar que, na análise das realidades econômicas do sistema capitalista, Marx centra-se, basicamente, no estudo dos desequilíbrios e desajustamentos que ocorrem no mercado. Isto explica

que a teoria marxista seja, antes de mais, uma teoria do desequilíbrio do mercado que, por vezes, chega a ter coincidências notáveis com a análise dinâmica dos processos de mercado desenvolvida pelos economistas da Escola Austríaca, em geral, e pelos próprios Mises e Hayek, em particular. Uma das questões mais curiosas em que se verifica uma certa coincidência tem precisamente que ver com a teoria das crises e recessões que regularmente assolam o sistema capitalista. Desta forma, importa salientar que autores de tradição marxista, como o ucraniano Mijail Tugan-Baranovsky (1865-1919), chegaram à conclusão de que as crises econômicas são causadas por uma tendência para a falta de proporcionalidade entre os diversos ramos de produção, que, na sua opinião, é inerente ao sistema capitalista.[70] Para Baranovsky, a crise acontece porque:

> a distribuição da produção deixa de ser proporcional: as máquinas, os utensílios, as telhas e as madeiras usadas na construção são menos solicitadas do que antes, uma vez que as novas empresas não são tão numerosas. No entanto, os produtores dos meios de produção não podem retirar o capital das empresas e, por outro lado, a importância do capital comprometido na forma de edifícios, máquinas, etc., obriga a que se continue a produzir (de outra forma, o capital inativo não geraria juros). Há, portanto, *excesso de produção nos meios de produção"*.[71]

Como se pode verificar, parte do raciocínio econômico que subjaz esta análise é muito semelhante ao da teoria austríaca do ciclo econômico. Na verdade, o próprio Hayek cita Tugan-Baranovsky como um dos precursores da teoria dos ciclos que apresenta em *Prices and Production*.[72]

---

[70] Mijail Tugan-Baranovsky, "Crisis económica e producción capitalista", incluído em *Lecturas de economía política*, Francisco Cabrillo (ed.), Minerva Ediciones, Madrid 1991, pp. 190-210. Ver ainda nota 86 do capítulo VII.

[71] Ibidem, p. 205 (tradução nossa, itálico acrescentado).

[72] *"In the German literature similar ideas were introduced mainly by the writings of Karl Marx. It is on Marx that M.v. Tougan-Baranovsky's work is based which in turn provided the starting point for the later work of Professor Spiethoff and Professor Cassel. The extent to which the theory developed in these lectures corresponds with that of the two last named authors, particularly with that of Professor Spiethoff, need hardly be emphasised."* F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., p. 103. E também *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 426. Sobre Tugan-Baranovsky e o conteúdo de sua tese de doutoramento sobre "As crises industriais na Inglaterra", consultar o artigo biográfico sobre este autor de Alec Nove, publicado em *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., vol. IV, pp. 705-706. O erro de todas estas doutrinas da "desproporcionalidade" está no fato de ignorarem sua origem monetária e intervencionista (na forma de atuação privilegiada do sistema bancário), não reconhecerem a tendência empresarial para detectar e corrigir desajustamentos (na ausência de intervenções estatais) e pensarem ingenuamente que as autoridades econômicas do governo teriam um conhecimento superior destes efeitos do que a rede de empresários que actuam livremente no

Interessa ainda salientar que houve uma fase em que o próprio Hayek chegou a pensar, tal como Marx, que *as crises econômicas eram algo endógeno e inerente ao sistema econômico*. Concretamente, Hayek afirmou que as crises econômicas surgem:

> *from the very nature of the modern organization of credit. So long as we make use of bank credit as a means of furthering economic development we shall have to put up with the resulting trade cycles. They are, in a sense, the price we pay for a speed of development exceeding that which people would voluntarily make possible through their savings, and which therefore has to be extorted from them. And even if it is a mistake —as the recurrence of crises would demonstrate— to suppose that we can, in this way, overcome all obstacles standing in the way of progress, it is at least conceivable that the non-economic factors of progress, such as technical and commercial knowledge, are thereby benefitted in a way which we should be reluctant to forgo.*[73]

---

mercado. Ver Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 582-583.

[73] F.A. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, ob. cit., pp. 189-190. Esta passagem pode ser traduzida da seguinte forma: "As flutuações econômicas advêm da própria natureza da moderna organização do crédito. Enquanto fizermos uso do crédito bancário como um meio para estimular o desenvolvimento econômico, teremos de lidar com as crises econômicas resultantes. De certo modo, são o preço que pagamos por uma velocidade de desenvolvimento superior à que a sociedade tornaria voluntariamente possível por meio de poupança e que, desta forma, tem de lhe ser forçosamente extraída. E mesmo que seja um erro — como a recorrência de crises demonstrará — supor que podemos, desta forma, ultrapassar todos os obstáculos que se opõem ao progresso, é, pelo menos, concebível que os fatores não-econômicos do progresso, tais como conhecimento técnico e comercial, são assim beneficiados de uma forma que não devíamos renunciar sem relutância." O jovem Hayek de 1929 acrescenta que, na sua opinião, um sistema bancário rígido conseguiria evitar a crise, mas *"the stability of the economic system would be obtained at the price of curbing economic progress"*, concluindo que *"It is no exaggeration to say that not only would it be impossible to put such a scheme into practice in the present state of economic enlightenment of the public, but even its theoretical justification would be doubtful"* (*ibidem*, p. 191). O próprio Hayek reconhece que a conclusão se baseia mais na intuição e em razões extraeconômicas do que em uma análise teórica rigorosa, pelo que não surpreende que muito poucos anos depois, em *Prices and Production* e em *Monetary Nationalism and International Stability*, tivesse mudado de opinião, propondo a manutenção de uma oferta monetária constante e aderindo à proposta de exigir um coeficiente de caixa de 100% para o sistema bancário. Em "Hayek, Business Cycles and Fractional Reserve Banking: Continuing the De-Homogenization Process", *The Review of Austrian Economics*, Vol. 9, n.º 1 (1996), pp. 77-94 Walter Block e Kenneth M. Garschin a criticam de forma contundente as afirmações feitas pelo jovem Hayek em 1929. Já em 1925, Hayek havia proposto, como solução radical para os ciclos econômicos, voltar às prescrições da lei de Peel de 1844 estabelecendo um coeficiente de caixa de 100% para os depósitos bancários à vista. Assim, as afirmações de 1929 em *Monetary Theory and the Trade Cycle* talvez devam ser entendidas no contexto de uma conferência dada perante a *Verein für Sozialpolitik* que teve lugar em Zurique em Setembro de 1928 e no rigoroso "exame de habilitação" cujo júri era composto de professores pouco inclinados a aceitar conclusões demasiado originais ou revolucionárias. Esta primeira prescrição de Hayek a favor do coeficiente de caixa de 100% encontra-se na nota 12 do seu artigo sobre "The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis", publicado em *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry, ob. cit., p. 29 (ver, também, a nota 94). Note-se, por último, que esta errônea e passageira concessão de Hayek a respeito do caráter pretensamente benéfico da expansão de crédito sobre a inovação tecnológica é um eco do ingênuo inflacionismo implícito em J. A. Schumpeter, *Theory of Economic Development*, ob. cit.,

Esta tese inicial de Hayek, como já referimos, em parte coincidente com a de Marx, só seria correta se a própria teoria austríaca dos ciclos não tivesse demonstrado que as crises econômicas provocam graves prejuízos na estrutura produtiva e um consumo generalizado do capital acumulado muito lesivos para o desenvolvimento econômico harmonioso da sociedade. Além disso, e ainda mais importante, a análise teórica, jurídica e econômica que desenvolvemos neste livro demonstra que as crises econômicas não são um resultado inevitável da economia de mercado, mas, pelo contrário, resultam do fato de os governos terem concedido um *privilégio* aos bancos que, no que toca ao depósito à vista, lhes permite atuar à margem dos princípios tradicionais do direito de propriedade, que são princípios vitais para a economia de mercado. Assim, a causa da expansão de crédito e dos ciclos econômicos é a violação forçada institucionalmente do direito de propriedade no âmbito concreto do contrato de depósito bancário de dinheiro. Por isso, *não se pode considerar, de forma alguma, que as crises sejam inerentes ao sistema capitalista ou que surjam de forma inevitável em uma economia de mercado submetida, sem qualquer tipo de privilégios, aos princípios gerais do Direito que constituem o seu quadro jurídico de atuação essencial.*

Poderíamos acrescentar uma segunda ligação entre o marxismo e a teoria austríaca dos ciclos. De fato, se há ideologia que tenha justificado e estimulado a luta de classes, alimentando a crença popular de que é necessário regular e intervir fortemente nos mercados de trabalho para "proteger" o trabalhador da capacidade de exploração do empresário, essa teoria foi, precisamente, a ideologia marxista. Desta forma, o marxismo — talvez sem o pretender deliberadamente[74] — desempenhou um papel de destaque na justificação e no fomento da rigidez dos mercados de trabalho e, logo, no prolongamento dos dolorosos processos de reajustamento que inevitavelmente seguem todas as etapas de expansão de crédito bancário. Como sabemos, se os mercados de trabalho fossem muito mais flexíveis, o que só será politicamente possível quando a população geral notar do prejuízo

---

especialmente pp. 129 e ss. José Antonio de Aguirre na sua "Introducción" à edição espanhola de Eugen von Böhm-Bawerk, *Teoría positiva del capital*, Ediciones Aosta/Unión Editorial, Madrid 1998, pp. 19-22 dá-nos uma brilhante avaliação crítica do caráter heterodoxo de Schumpeter dentro da teoria austríaca do capital e dos ciclos.

[74] De fato, Marx considerou as versões intervencionista e sindicalista do socialismo "utópicas" e disse até que a legislação social e trabalhista a favor dos trabalhadores não poderia alcançar resultados, aceitando, assim, plenamente os argumentos da Escola Clássica contra a regulação estatal da economia de mercado. Esta postura de Marx não chega para diminuir a realidade do que é o marxismo, que, apesar desta posição, foi o principal motor ideológico dos movimentos "reformistas" que justificaram a intervenção no mercado de trabalho.

que a regulação trabalhista acarreta, os necessários processos de reajustamento posteriores e a expansão de crédito seriam muito menos duradouros e dolorosos.

Por último, existe uma possível terceira ligação entre a teoria austríaca dos ciclos e o marxismo: a tão celebrada (por muitos autores) ausência de crises econômicas nos sistemas de "socialismo real". Contudo, o argumento da ausência de crises econômicas nos sistemas em que não existe propriedade privada dos meios de produção e em que a coordenação de todos os processos econômicos é realizada de cima para baixo mediante um plano coercivo e deliberadamente imposto pelo poderes públicos não tem fundamento. Recorde-se que, em uma economia de mercado, a depressão aparece precisamente porque, devido à expansão de crédito, a estrutura produtiva é diferente da que os consumidores desejariam manter voluntariamente a médio e longo prazo. Por isso, onde quer que os consumidores não tenham a liberdade de escolha e a estrutura produtiva seja imposta de cima, a questão não é que não possa haver etapas sucessivas de auge e recessão, mas que podemos considerar, com todo o fundamento teórico, *que tais economias se encontram contínua e permanentemente em uma situação de crise e recessão*, uma vez que a estrutura produtiva chega como uma imposição superior, diferente da desejada pelos cidadãos, sendo teoricamente impossível que o sistema seja capaz de sair do desajustamento e da descoordenação.[75] Desta forma, argumentar que uma economia de socialismo real tem a vantagem de eliminar as crises econômicas é o mesmo que afirmar que a vantagem de estar morto é não poder contrair doenças.[76] Efetivamente, quando depois da queda dos regimes de socialismo real da Europa Oriental, os consumidores voltaram a ter a oportunidade de estabelecer uma estrutura produtiva mais consonante com os próprios anseios, imediatamente se tornou evidente que os erros de investimento cometidos no passado eram de tal escala e magnitude, que o processo de reajustamento se tornou muito mais profundo, duradouro e doloroso do que é

[75] Dediquei todo o livro *Socialismo, cálculo económico e función empresarial*, ob. cit. a demonstrar a razão por que é impossível que, até nas condições mais favoráveis, o sistema de socialismo real possa exercer um efeito coordenador por intermédio de políticas.

[76] *"A dictator does not bother about whether or not the masses approve of his decision concerning how much to devote for current consumption and how much for additional investment. If the dictator invests more and thus curtails the means available for current consumption, the people must eat less and hold their tongues. No crisis emerges because the subjects have no opportunity to utter their dissatisfaction. Where there is no business at all, business can be neither good nor bad. There may be starvation or famine, but no depression in the sense in which this term is used in dealing with the problems of a market economy. Where the individuals are not free to choose, they cannot protest against the methods applied by those directing the course of production."*. Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 565-566.

comum na etapa de recessão de uma economia de mercado. Ficou demonstrado que a maior parte da estrutura de bens de capital que existia nas economias socialistas era completamente inútil tendo em conta os objetivos e as necessidades de uma economia moderna. Em síntese, podemos considerar que o socialismo provoca um mau investimento generalizado, intenso e crônico dos fatores produtivos e dos bens de capital da sociedade; muito pior até do que o provocado pela expansão de crédito. Assim, podemos concluir que o "socialismo real" está imerso em uma profunda "depressão crônica" ou, se preferirmos, em uma constante situação de mau investimento dos recursos produtivos, que é um fenômeno que, na verdade, tem se manifestado até com características cíclicas de agravamento recorrente e que foi estudado aprofundadamente por diversos teóricos das antigas economias da Europa Oriental.[77]

As graves dificuldades econômicas sentidas pelas economias dos antigos países do socialismo real são a consequência de muitos decênios de erros econômicos cometidos em um ritmo e intensidade muito maiores do que os que têm sido cometidos no Ocidente devido à expansão de crédito do sistema bancário e à política seguida pelas autoridades monetárias.

17
Duas considerações complementares

A expansão de crédito foi, em diversas circunstâncias, utilizada como instrumento de ajuda para o financiamento do déficit nacional. Isto pode ser feito pela instrução dada aos bancos no sentido de adquirir títulos de dívida pública como parte da expansão de crédito que geram, ou tornando o estado devedor direto dos bancos. Nestes casos, embora tecnicamente estejamos diante de exemplos de expansão de crédito, esta não incide diretamente no mercado de empréstimos, atuando antes como um substituto perfeito da criação de moeda. De fato, a expansão de crédito equivale à mera criação de moeda para financiar o déficit público e tem as consequências tradicionais de todo o processo inflacionário: um primeiro efeito de redistribuição do rendimento é idêntico ao que acontece em qualquer processo inflacionário; e um segundo efeito da distorção da estrutura produtiva, já que o estado financia gastos e obras públicas que modificam temporariamente a estrutura produtiva, posteriormente a estrutura não consegue ser

[77] Entre outros, por Tomask Stankiewicz no seu artigo "Investment under Socialism", *Communist Economies*, vol. I, n.º 2, 1989, pp. 123-130. E também por Jan Winiecki, no seu livro *The Distorted World of Soviet-Type Economies*, Routledge, Londres 1988 e 1991.

mantida de forma permanente pelas despesas correntes dos agentes econômicos da sociedade em bens e serviços de consumo. Em todo o caso, é necessário distinguir a expansão de crédito propriamente dita, que causa o *boom* artificial e os ciclos, da mera criação de moeda nova que se coloca nas mãos dos estado e cujos efeitos são os típicos do imposto inflacionário.[78]

A segunda consideração final relaciona-se com o *aspecto internacional* dos ciclos econômicos. Habitualmente, economias tão integradas internacionalmente, como são as economias modernas, iniciam os processos de expansão de crédito simultaneamente, sendo que os efeitos rapidamente se alastram a todos os mercados do mundo. Enquanto o padrão-ouro prevaleceu, existia um limite automático para a capacidade de expansão de crédito que podia ser realizada em cada país e que era determinado pelas inexoráveis saídas de ouro das economias relativamente mais inflacionistas. Com o abandono do padrão-ouro, o advento das taxas de câmbio flexíveis e o triunfo do nacionalismo monetário, cada pais pôde iniciar livremente políticas de expansão de crédito, principiando-se assim uma *concorrência inflacionária* de "todos contra todos". Só uma área econômica muito ampla e integrada de várias nações que tenham renunciado à expansão de crédito e que mantenham entre si taxas de câmbio fixas poderá se libertar, em termos relativos (e não completamente), dos efeitos negativos de uma expansão de crédito geral que tenha sido iniciada além de suas fronteiras. No entanto, o efeitos da inflação poderão, ainda assim, ser sentidos dentro dessa área, caso não se estabeleça uma taxa de câmbio flexível com o restante das moedas que fora dela sofrem um processo de expansão monetária. É verdade que as taxas de câmbio atuam como um (imperfeito) substituto dos limites que o padrão-ouro estabelecia a cada país para, de forma independente, expandir a oferta monetária em forma de créditos. Contudo, não existe incompatibilidade no modo como o efeito negativo de uma expansão externa sobre as nações que mantenham políticas monetárias mais prudentes só possa ser minorado pela definição de taxas de câmbio flexíveis.

De qualquer forma, a eliminação definitiva das crises econômicas exigirá uma reforma a *nível mundial* do sistema monetário, cujas principais linhas se apresentam no nono e último capítulo deste livro.

---

[78] O aumento maciço dos déficits orçamentários foi uma característica comum no anos 1980 (especialmente em Espanha) e serviu para prolongar os períodos expansivos e para atrasar e agravar a recessão subsequente. Os efeitos negativos destes déficits indiretamente monetizados sobrepuseram-se aos da expansão de crédito, provocando ainda mais desajustamentos e atrasando o início do reajustamento necessário.

18
A TEORIA DOS CICLOS E A EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Nesta seção vamos analisar a forma como a teoria do ciclo econômico que apresentamos nas seções anteriores se encaixa na história dos fatos econômicos. Trata-se de perceber se a análise teórica realizada proporciona ou não um esquema interpretativo adequado dos fenômenos de auge e recessão sofridos ao longo da história e que continuam a ocorrer. Vamos analisar, pois, de que forma os eventos históricos , quer os mais distantes quer os mais próximos, ilustram ou encaixam na teoria que desenvolvemos.

No entanto, é necessário começar com uma palavra de cautela em relação à interpretação histórica dos ciclos econômicos. Isto porque, ao contrário do assumido pela escola "positivista", não consideramos que a evidência empírica seja suficiente, por si só, para confirmar ou refutar uma teoria científica no campo da economia. Acabamos de afirmar, de forma deliberada, que o nosso objetivo é analisar a forma como muitos eventos históricos "ilustram" ou "encaixam" nas conclusões teóricas alcançadas na presente análise, mas não que o objetivo seja fazer uma constatação empírica que permita falsificar, confirmar, verificar ou demonstrar a sua validade. Com efeito, embora este não seja o lugar apropriado para reproduzir toda a análise crítica sobre as insuficiências lógicas da "metodologia positivista",[79] é evidente que a

[79] No meu artigo "Método e crisis en la Ciencia Económica", *Hacienda pública española*, n.º 74, 1982, páginas 33 a 48, reproduzido em Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madrid 1994, cap. III, pp. 59-82 pode ser encontrado um resumo critico da metodologia positivista, bem como a bibliografia mais relevante. As ideias metodológicas da Escola Austríaca foram evoluindo em paralelo com o debate sobre o cálculo econômico socialista, e a crítica à metodologia positivista pode ser considerada um dos subprodutos mais interessantes do referido debate, uma vez que, precisamente pelas mesmas razões pelas quais o socialismo é um erro intelectual (impossibilidade de obter a informação prática necessária de forma centralizada), em economia, não é possível observar diretamente fatos empíricos, nem contrastar empiricamente qualquer teoria, nem, em suma, efetuar previsões específicas de tempo e lugar sobre o que irá acontecer. Isto porque o objeto de investigação da Ciência Econômica é constituído pelas ideias e o conhecimento que os seres humanos têm e criam sobre o que fazem, sendo que esta informação está em constante mutação, é muito complexa e não pode ser medida, observada ou apreendida por um cientista (nem por um órgão central de planificação). Se fosse possível medir os fatos sociais e contrastar empiricamente as teorias econômicas, o socialismo seria também possível e, vice-versa, as razões que impossibilitam o socialismo são as mesmas que tornam a metodologia positivista inaplicável. Assim, dado o seu caráter "espiritual", os fatos da realidade social só podem ser interpretados historicamente, sendo que para isso é preciso haver uma teoria prévia. Sobre esses interessantíssimos e polêmicos aspectos, consultar as 33 referências bibliográficas do meu artigo sobre o "Método", já citado e, especialmente, os trabalhos de Mises, *Theory and History*, Yale University Press, Yale 1957; e de Hayek "The Facts of the Social Sciences", em *Individualism and Economic Order*, ob. cit., páginas 57 a 76, e *The Counter-Revolution of Science*, Free Press, Glencoe, Illinois, 1952 (existe uma magnífica reedição publicada em Indianápolis pela Liberty Press em 1979. Uma favorável e desapaixonada explicação do paradigma metodológico austríaco pode ser encontrada em Bruce Caldwell, *Beyond Positivism: Economic Methodology in the Twentieth Century*, George Allen and Unwin, Londres 1982, 2.ª edição, Routledge, Londres 1994, em

experiência do mundo social é sempre uma experiência de tipo "histórico", ou seja, que se refere a eventos muito complexos nos quais intervém um sem número de "variáveis" que não podem ser observados diretamente, mas apenas interpretados à luz de uma determinada teoria. Além disso, tanto os fatos, com a sua infinita complexidade, como a estrutura específica dos mesmos, variam de uma situação para outra, de modo que, embora possa considerar-se que as forças *típicas* subjacentes de maior importância sejam as mesmas, a sua *especificidade histórica* varia muito de um caso particular para outro.

A seleção e interpretação dos fatos históricos variará de acordo com a teoria do ciclo usada, pelo que a definição prévia de teorias corretas, por intermédio de procedimentos diferentes dos positivistas, que permitam interpretar a realidade de forma adequada assume particular importância. Assim, não existe uma evidência historicamente irrefutável, nem, tão-pouco, que permita confirmar ou anular uma teoria. Por isso, é preciso muita prudência e humildade na tentativa de corroborar empiricamente uma teoria. No máximo, podemos nos conformar com a elaboração de uma teoria logicamente coerente, tão livre quanto possível dos vícios lógicos na respectiva cadeia de raciocínios analíticos e fundamentada nos princípios essenciais da atuação humana ("subjetivismo"). Com esta teoria ao nosso dispor, o passo seguinte será verificar até que ponto encaixa nos fatos históricos e nos permite interpretar de forma mais geral, ajustada e correta do que outras teorias alternativas o que acontece na realidade.

Estas considerações são especialmente relevantes para a teoria dos ciclos econômicos. Assim, como demonstrou F. A. Hayek, a atitude "cientista" que até agora foi preponderante na Ciência Econômica fez com que só fossem consideradas as teorias econômicas formuladas em termos empíricos e referentes a magnitudes mensuráveis. Como diz Hayek:

> *It can hardly be denied that such a demand quite arbitrarily limits the facts which are to be admitted as possible causes of the events which occur in the real world. This view, which is often quite naively accepted as required by scientific procedure, has some rather paradoxical consequences. We know, of course, with regard to the market and similar social structures, a great many facts which we cannot measure and on which indeed we have only some very imprecise and general information. And because the effects of these facts in any particular instance cannot be confirmed by quantitative evidence,* they are simply disregarded by those sworn

especial as páginas 117 a 138.

> to admit only what they regard as scientific evidence: they thereupon happily proceed on the fiction that the fators which they can measure are the only ones that are relevant. *The correlation between aggregate demand and total employment, for instance, may only be approximate, but as it is the* only *one on which we have quantitative data, it is accepted as the only causal connection that counts.* On this standard there may thus well exist better "scientific" evidence for a false theory, which will be accepted because it is more "scientific," than for a valid explanation, which is rejected because there is no sufficient quantitative evidence for it.[80]

Tendo em conta as advertências e considerações anteriores, nesta seção, veremos como o conhecimento dos dados históricos de que dispomos em relação aos ciclos de auge e recessão ocorridos no passado encaixa perfeitamente com a teoria dos ciclos que apresentamos. Da mesma forma, no final da seção faremos uma resenha dos estudos efetuados para testar empiricamente a teoria austríaca dos ciclos econômicos.

Os ciclos econômicos antes da Revolução Industrial

a) É impossível apresentar aqui um tratamento (mesmo que reduzido) de todos os ciclos de auge e depressão que afetaram as economias do mundo antes da Revolução Industrial. Contudo, temos a sorte de dispor de um conjunto cada vez maior de trabalhos sobre história econômica que lançam luz sobre a aplicação da teoria dos ciclos econômicos a eventos econômicos concretos do passado. Assim, importa referir, em primeiro lugar, os trabalhos de Carlo M. Cipolla sobre as crises ocorridas na economia florentina em meados do século XIV e no século XVI, que já citamos no capítulo II deste livro.[81] De fato, vimos que Cipolla, seguindo os estudos de R. C. Mueller,[82] documentou

[80] Hayek fez estas importantes observações sobre a dificuldade de contraste empírico na nossa ciência e, em particular, em relação à teoria do ciclo no discurso de recebimento do Prêmio Nobel no dia 11 de dezembro de 1974. Ver o artigo: "The Pretence of Knowledge" *The American Economic Review* (dezembro de 1989). Hayek conclui que "a orientação científica fez com que a maioria dos economistas tenha dado pouca importância ao que geralmente constitui a verdadeira causa do desemprego em massa pelo fato de a referida causa não poder ser confirmada por relações diretamente observáveis entre magnitudes mensuráveis. Pelo contrário, a quase exclusiva preocupação com certos fenômenos *superficiais* quantitativamente mensuráveis levou a uma política de efeitos negativos."

[81] Carlo M. Cipolla, *El Gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*, Editorial Crítica, Barcelona 1994.

[82] R.C. Mueller, "The Role of Bank Money in Venice: 1300-1500", publicado em *Studi Veneziani*, Giardini Editore, Niza 1980, pp. 47-96.

a forma como os bancos de Florença expandiram significativamente o crédito desde o início do século XIV,[83] gerando um substancial *boom* econômico que fez de Florença o centro da atividade financeira e comercial do Mediterrâneo. No entanto, houve uma série de acontecimentos, como foram a bancarrota inglesa, a retirada de fundos em Nápoles e o *crash* dos títulos de dívida pública de Florença, que atuaram como desencadeadores específicos do começo da inevitável crise, que se manifestou com a falência generalizada dos bancos e uma forte contração do crédito no mercado (ou como se chamava então, *mancamento della credenza*). Cipolla diz que, como consequência da crise, um grande volume de riqueza ficou destruído, tendo os preços das propriedades imobiliárias, que haviam subido de forma exagerada, descido para 50% do valor anterior, não sendo possível, mesmo com tal descida, encontrar compradores facilmente. Por fim, o autor confirma que foi preciso esperar 30 anos (de 1349 a 1379) para o início da recuperação. Na opinião de Cipolla, o desastre da peste desempenhou um papel fundamental neste processo, pois:

> quebrou o círculo vicioso da deflação que há muitos anos afogava a economia florentina. Com a redução drástica do número de habitantes, a disponibilidade média de moeda *per capita* aumentou proporcionalmente. Além disso, os que sobreviveram à peste gastaram o dinheiro em profusão. Por conseguinte, os preços e os salários aumentaram.[84]

No capítulo II, já tivemos a oportunidade de nos referir de forma crítica à utilização da teoria monetarista subjacente à interpretação dos processos monetários florentinos por parte de Cipolla.

b) A segunda crise econômica estudada aprofundadamente por Cipolla é também plenamente explicável em termos da teoria austríaca do ciclo econômico. É a expansão de crédito realizada na segunda metade do século XVI em Florença. Concretamente, Cipolla explica que:

> Os diretores do banco de Ricci usaram os fundos públicos como base monetária para uma política expansionista de crédito. propiciada pela situação europeia, onde o crédito concedido por intermédio de letras de câmbio tinha entrado em uma longa fase de crescimento febril, cada vez mais desvinculado das operações comerciais. A política

---

[83] Como literalmente afirma Cipolla: "A atividade bancária da época tinha evoluído ao ponto de criar moeda e aumentar a velocidade da circulação." Carlo M. Cipolla, *El gobierno de la moneda*, ob. cit., p. 155.

[84] Carlo M. Cipolla, *El gobierno de la moneda*, ob. cit., pp. 184-185.

> de expansão de crédito do banco de Ricci, que dominava a praça florentina, deve ter arrastado os demais bancos para o mesmo caminho.[85]

Cipolla refere que, durante os anos 1560, Florença experimentou um elevado nível de atividade econômica estimulada pela euforia do crédito. No entanto, no início dos anos 1570, a situação desembocou em uma grave crise de liquidez de todo o sistema bancário. Em uma pitoresca expressão dos cronistas, os banqueiros "só pagavam com tinta". A crise foi se agravando gradualmente até ao momento em que estourou com toda a violência em meados dos anos 1570, altura em que a cidade sofreu uma "grande escassez de moeda" (deflação) e uma contracção de crédito. Cipolla afirma que:

> de imediato, o multiplicador de crédito começou a funcionar de um modo perverso: ao reverso. O mercado de Florença imergiu em uma crise de liquidez do sistema bancário e de restrição do crédito, que teve uma gravidade excepcional, tanto pela sua intensidade como pela sua duração. Nas páginas dos cronistas, nas cartas dos mercadores e nos éditos da época há constantes e angustiadas referencias à "escassez" créditícia e monetária do mercado, aos bancos que não "contavam", à falta de moeda para pagar aos operários aos sábados."[86]

Assim, a expansão de crédito e a euforia econômica foram seguidas de uma depressão que fez com que o comércio decaísse rapidamente e que as falências fossem frequentes. A partir dessa altura, a economia florentina entrou em um longo período de decadência.

c) Também no capítulo II deste livro, referimos outros procedimentos de expansão de crédito que inevitavelmente provocaram crises econômicas, como foi o caso da iniciada pelo banco dos Médicis em Veneza, banco este que acabou por falir em 1494. Estudamos, ainda, seguindo Ramón Carande, os processos de expansão e falência bancária que afetaram os banqueiros da praça de Sevilha na época de Carlos V. Além disso, considerámos a grande depressão provocada pela expansão especulativa e financeira criada por John Law na França no início do século XVIII e que foi profundamente analisada por vários autores, entre os quais se conta o próprio Hayek.[87]

---

[85] Carlo M. Cipolla, "La moneda en Florencia en el siglo XVI", em *El gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*, ob. cit., p. 155.

[86] Carlo M. Cipolla, *El gobierno de la moneda*, ob. cit., p. 104.

[87] Ver o artigo de F.A. Hayek, "First Paper Money in Eighteenth Century France", publicado como capí-

Os ciclos econômicos a partir da Revolução Industrial

A partir das guerras napoleônicas, com o início da Revolução Industrial e a generalização do sistema bancário baseado na reserva fracionária, os ciclos econômicos começam a reproduzir-se com uma grande regularidade, adquirindo os traços típicos mais significativos estabelecidos pela teoria que apresentamos. A seguir, comentaremos brevemente as datas e características dos ciclos mais importantes ocorridos desde o início do século XIX.

1. *O pânico de 1819.* — Afetou especialmente os Estados Unidos e foi estudado, sobretudo, por Murray N. Rothbard em um livro já clássico sobre a matéria. O pânico foi precedido de uma expansão de crédito e da oferta monetária, quer na forma de notas de banco quer em forma de depósitos, ambos sem cobertura de poupança real. Neste processo, o recém-criado Banco dos Estados Unidos teve um papel fundamental. Produziu uma grande expansão econômica artificial, bruscamente interrompida em 1819, quando o referido banco deixou de expandir o crédito e reclamou o pagamento das notas emitidas por outros bancos e que tinha em seu poder. Mais tarde, surgiu a típica contração do crédito e uma extensa e profunda depressão econômica que deteve os projetos de investimento iniciados durante o *boom* e aumentou o desemprego.[88]

2. *A crise de 1825.* — Foi uma crise essencialmente inglesa. Caracterizou-se por uma significativa expansão de crédito que financiou um alongamento da etapas mais afastadas do consumo por meio, basicamente, de investimentos nas primeiras estradas de ferro e no desenvolvimento da indústria têxtil. Em 1825, surgiu a crise, que deu lugar a uma depressão que se prolongou até 1832.

---

tulo X do livro *The Trend of Economic Thinking: Essays on Political Economists and Economic History, The Collected Works of F. A. Hayek*, vol. III, Routledge, Londres 1991, pp. 155-176. E também, Charles B. Kindleberger, *Historia financiera de Europa*, Editorial Crítica, Barcelona 1988, pp. 130 e ss.

[88] Ver Murray N. Rothbard, *The Panic of 1819: Reactions and Policies*, Columbia University Press, Nova York e Londres 1962. Outra contribuição importante deste livro de Rothbard foi ter demonstrado que a crise provocou uma polêmica de alto nível teórico sobre o papel do sistema bancário, destacando o aparecimento de um numeroso grupo de políticos, jornalistas e economistas que foram capazes de diagnosticar corretamente as origens da crise e de propor medidas adequadas para evitar a sua reprodução futura, tudo isto antes de Torrens e outros em Inglaterra terem desenvolvido os princípios essenciais da *Currency School*. Entre as personagens mais famosas a identificarem a expansão de crédito como a origem dos problemas econômicos, destacam-se Thomas Jefferson, Thomas Randolph, Daniel Raymond, o Senador Condy Raguet, John Adams e Peter Paul de Grand, que chegou até a defender a exigência de que os bancos seguissem o modelo do Banco de Amsterdã e tivesse sempre um coeficiente de caixa de 100% (ob. cit., p. 151).

3. *A crise de 1836.* — Os bancos voltam a expandir o crédito e inicia-se um *boom* em que se multiplicam as sociedades dedicadas às atividades bancárias e as sociedades por ações. Os novos créditos financiam as estradas de ferro, a siderurgia e o carvão, desenvolvendo-se a máquina a vapor como nova fonte de energia. No início de 1836, os preços começam a subir de forma vertiginosa. A crise para quando os bancos decidem deixar de aumentar os créditos em face da perda crescente de reservas de ouro, que saem do país, sobretudo em direção aos Estados Unidos. A partir desse mesmo ano, os preços caem e os bancos abrem falência ou suspendem os pagamentos, iniciando-se uma profunda recessão que dura até 1840.

4. *A crise de 1847.* — A partir de 1840, reinicia-se a expansão de crédito no Reino Unido, estendendo-se também à França e aos Estados Unidos. São construídos milhares de quilômetros de caminhos-de-ferro e a bolsa inicia um crescimento implacável que beneficia, sobretudo, as ações das empresas de estradas de ferro. Começa assim um movimento especulativo que dura até 1846, altura em que se desencadeia a crise econômica na Grã-Bretanha.

Assinalemos que no dia 19 de julho de 1844 a Inglaterra tinha adotado, sob os auspícios de Peel, o Bank Act, que representava o triunfo da escola monetária de Ricardo (Currency School) e que proibiu a emissão de notas que não tivessem cobertura de 100% em ouro. No entanto, esta provisão não se aplicava aos depósitos e créditos, cujo volume se multiplicou por cinco em dois anos apenas, o que explica a expansão da especulação e a gravidade da crise ocorrida a partir de 1846. A depressão estende-se ainda à França e o preços das ações das companhias de estradas de ferro baixam vertiginosamente nas diferentes bolsas. Em geral, os lucros baixam, especialmente os das indústrias mais intensivas em capital, agravando-se o desemprego, sobretudo no setor da construção de estradas de ferro. É neste contexto histórico que deve ser inserida a revolução, de tipo claramente operário e socialista, ocorrida na França em 1848.

5. *O pânico de 1857.* — A estrutura é semelhante aos anteriores. Tem origem em um auge prévio que dura cinco anos, de 1852 a 1857, e que é baseado em uma expansão generalizada de crédito que afeta todo o mundo. Os preços, os lucros e os salários nominais sobem, ao mesmo tempo que se verifica uma alta na bolsa que favorece especialmente as sociedades mineiras e as sociedades construtoras de estradas de ferro (as indústrias mais intensivas em capital que existiam na época). Além disso, a especulação generalizou-se. Os primeiros sinais do fim do auge aparecem quando os lucros das

minas e das linhas de estradas de ferro começam a baixar (etapas mais afastadas do consumo); e o aumento dos custos de produção debilita ainda mais os lucros. Mais tarde, as indústrias de carvão e de siderurgia recebem o impato da desaceleração, iniciando-se a crise, que se propaga rapidamente e dá lugar a uma depressão de âmbito mundial. 22 de agosto de 1857 é o dia de verdadeiro pânico em Nova York e muitos bancos suspendem as operações.

6. *A crise de 1866.* — A etapa de expansão começa em 1861, e nela assume papel de destaque o desenvolvimento dos bancos na Inglaterra e da expansão de crédito iniciada pelo Crédit Foncier de France. As consequências da expansão são a subida dos preços dos bens de produção, da construção e das indústrias relacionadas com o algodão. A expansão continua de forma acelerada até ao aparecimento do pânico de 1866, devido a um conjunto de espectaculares falências, das quais se destaca a da casa Overend Gurney de Londres. Nesta altura, e tal como tinha acontecido em 1847 e 1857, o *Bank Act* de Peel é temporariamente suspendido, com o objetivo de injetar liquidez e defender as reservas de ouro do Banco de Inglaterra. Na França, o primeiro banco de negócios, o *Crédit Mobiliaire*, abre falência. Inicia-se assim uma depressão que, como sempre, afeta especialmente o setor da construção de estradas de ferro. O desemprego alarga-se sobretudo às indústrias de bens de capital. Na Espanha, depois de uma forte expansão de crédito ocorrida entre 1859 e 1864, que fomentou um mau investimento generalizado, especialmente nas estradas de ferro, começou, a partir de 1864, uma recessão que alcançou o apogeu em 1866. Gabriel Tortella Casares estudou com profundidade e brilhantismo todo este processo e, embora algumas das conclusões tivessem de ser alteradas à luz da nossa teoria, os fatos apresentados nos seus trabalhos encaixam plenamente na mesma.[89]

7. *A crise de 1873.* — A estrutura é também muito semelhante à das crises anteriores. A expansão inicia-se nos Estados Unidos, em razão das grandes despesas provocadas pela Guerra Civil. A rede ferroviária expande-se enormemente e a siderurgia sofre um grande desenvolvimento. A expansão estende-se ao resto do mundo e, na Europa, há um forte crescimento da especulação na bolsa, em que os valores do setor industrial sobem de forma vertiginosa.

[89] Tortella aponta, citando Vicens, que a crise espanhola de 1866 "é a origem da proverbial desconfiança dos negociantes catalães em relação aos bancos e às grandes empresas." Ver Gabriel Tortella Casares, *Los orígenes del capitalismo en España: banca, industria y ferrocarriles en el siglo XIX*, Editorial Tecnos, Madrid 1973 (versão inglesa publicada por Arno Press, Nova York 1977), p. 339. Sobre este período da economia espanhola também pode consultar-se Juan Sardá, *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*, Ariel, Barcelona 1970 (1.ª edição, C.S.I.C. Madrid 1948), especialmente as pp. 131-151.

A crise estoura em primeiro lugar no continente em maio de 1873 e, depois do verão, nos Estados Unidos, quando a depressão já é evidente e se dá a falência de uma das grandes casas americanas, a Jay Cook & Co. Curiosamente, a França, que não tomou parte na expansão de crédito anterior, escapa a este pânico e à grave depressão subsequente.

8. *A crise de 1882.* — A expansão de crédito reinicia-se a partir de 1878 nos Estados Unidos e na França. Na França, verifica-se um crescimento espectacular das emissões de valores industriais e é iniciado um ambicioso programa de obras públicas. Os bancos desempenham um papel muito ativo na atração da poupança familiar e na concessão multiplicada de empréstimos à indústria. A crise deflagra em 1882, aquando do *crack* da Union Générale. O Crédit Lyonnais esteve também na iminência de falir em face do levantamento em massa de depósitos (cerca de metade). Nos Estados Unidos, mais de 400 bancos, em um total de 3.271, entram em falência e o desemprego se estende sobretudo às indústrias mais afastadas do consumo.

9. *A crise de 1890-1892.* — A expansão de crédito estende-se por todo o mundo em forma de empréstimos que chegam, sobretudo, da América do Sul. O setor da construção naval e o setor das indústrias pesadas sofrem também um grande desenvolvimento. A crise começa em 1890, e a depressão dura até 1896. As tradicionais falências das empresas de estradas de ferro, a queda da bolsa, a crise da indústria metalúrgica e o desemprego surgem em força, como é comum em todos os anos de depressão posteriores a uma crise.

10. *A crise de 1907.* — Mais uma vez, a partir de 1896, reinicia-se a expansão de crédito, que dura até 1907. Neste caso, os novos créditos criados do nada, são investidos em energia elétrica, no telefone, nos metrôs e na construção naval. As estradas de ferro deixam de desempenhar um papel motriz, sendo substituídas pela eletricidade. Além disso, pela primeira vez, a indústria química tira proveito dos créditos concedidos pelos bancos e aparecem os primeiros automóveis. Em 1907 chega a crise, que é particularmente severa nos Estados Unidos, sendo muito numerosas as falências de bancos.

Depois da crise de 1907, reinicia-se um novo auge, que termina em 1913 com uma crise de características muito semelhantes às anteriores. Por sua vez, esta crise é interrompida pela Primeira Guerra Mundial, que acaba por alterar a estrutura produtiva de praticamente todos os países do mundo.[90]

---

[90] Um resumo histórico das crises e dos ciclos econômicos ocorridos a partir do começo a Revolução

Os "felizes" anos 1920 e a Grande Depressão de 1929

Os anos posteriores à Primeira Guerra Mundial caracterizaram-se pela muito significativa expansão de crédito que se iniciou nos Estados Unidos. Esta expansão de crédito foi orquestrada pela recém-criada Reserva Federal (fundada em 1913) e baseou-se em programas de estabilização do valor da unidade monetária que, com o respaldo de teóricos como Irving Fischer e outros monetaristas, se tornaram muito populares a partir dessa época. Como os anos 1920 foram uma década de grande aumento da produtividade, na qual se introduziram muitas tecnologias novas e se acumulou uma grande quantidade de capital, a ausência desta expansão da oferta monetária em forma de créditos teria levado a uma diminuição substancial do preço dos bens e serviços de consumo e, por conseguinte, a um significativo aumento real (não nominal) dos salários reais. No entanto, a expansão de crédito fez com que os preços dos bens de consumo se mantivessem praticamente constantes ao longo de todo o período (ver seção 9 acima) e que os salários nominais não deixassem de aumentar.

Na sua notável história financeira e econômica deste período dos Estados Unidos, Benjamin M. Anderson explica detalhadamente o volume de expansão de crédito criado pelo sistema bancário. Em pouco mais de cinco anos, os créditos criados do nada pelo sistema bancário passaram de 33 milhões de dólares a mais de 47 milhões. Anderson afirma expressamente que: *"between the middle of 1922 and April 1928, without need, without justification, lightheartedly, irresponsibly, we expanded bank credit by more than twice as much; in the years which followed we paid a terrible price for this"*.[91]

Por seu lado, Murray N. Rothbard, calculou que a oferta monetária cresceu nos Estados Unidos de 37 bilhões de dólares em 1921 para mais de 55 bilhões em janeiro de 1929.[92] Estes valores são muito

Industrial e até à Primeira Guerra Mundial pode ser encontrado com mais pormenor, por exemplo, em Maurice Niveau, *Historia de los hechos económicos contemporáneos*, tradução de Antonio Bosch Doménech, Editorial Ariel, Barcelona 1971, pp. 143-160.

[91] Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare: A Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*, Liberty Press, Indianapolis 1979, cap. 18, pp. 145-157. A passagem em inglês, retirada da página 146, pode traduzir-se da seguinte forma: "Entre meados de 1922 e abril de 1928, sem qualquer necessidade, justificação e de forma ligeira e irresponsável, expandimos o crédito bancário a um rítmo superior ao dobro, e nos anos que se seguiram pagamos um preço terrível por isso."

[92] Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 88, coluna 4. Rothbard analisa ao pormenor todas as particularidades do processo inflacionário, e, em concreto, como as mesmas corresponderam a una política deliberada da Reserva Federal defendida, entre outros, pelo Secretário do Tesouro William G. McAdoo, para quem: *"The primary purpose of the Federal Reserve Act was to alter and strengthen our banking*

semelhantes aos estimados por Milton Friedman e Anna J. Schwartz, para quem a oferta monetária passou de mais de 39 bilhões de dólares em janeiro de 1921 para 57 bilhões em outubro de 1929.[93]

O próprio F. A. Hayek foi uma testemunha qualificada da política de expansão de crédito seguida pela Reserva Federal durante os anos 1920. De fato, entre 1923 e 1924, Hayek dedicou quinze meses a estudar *in situ* a política monetária da Reserva Federal dos Estados Unidos, tendo, então, escrito um artigo sobre a política monetária americana depois da crise de 1920.[94] Neste artigo, Hayek analisa criticamente o objetivo da Reserva Federal, afirmando que: *"any rise in the index by a definite percentage is immediately to be met with a rise in the discount rate or other restrictions on credit, and every fall in the general price level by a reduction of the discount rate."*[95] Hayek assinala que a proposta de estabilizar o nível geral de preços teve origem em Irving Fischer, nos Estados Unidos, e em J. M. Keynes e Ralph Hawtrey, na Inglaterra, e que foi duramente criticada por diversos economistas, encabeçados por Benjamin M. Anderson. A objeção teórica fundamental de Hayek em relação ao projeto de estabilização é o fato de, em um

system that the enlarged credit resources demanded by the needs of business and agricultural enterprises will come almost automatically into existence and at rates of interest low enough to stimulate, protect and prosper all kinds of legitimate business" (p. 113). Ver, também, George A. Selgin, "The 'Relative' Inflation of the 1920's", em *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, IEA, Londres 1997, pp. 55-59.

[93] Milton Friedman e Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963, pp. 710-712 (tabela A1, coluna 8). Friedman e Schwartz, no capítulo dedicado à década de 1920, dizem que uma das novidades mais importantes do período é o fato de, pela primeira vez na história, se ter decidido usar *"central-bank powers to promote internal economic stability as well as to preserve balance in international payments and to prevent and moderate strictly financial crises. In retrospect, we can see that this was a major step toward the assumption by government of explicit continuous responsibility for economic stability"* (p. 240). Embora Friedman e Schwartz ponham o dedo na ferida quando fazem esta observação, a insuficiência da análise monetarista com a qual interpretam os dados leva-os a considerar que a Grande Depressão de 1929 se deveu a erros da política monetária cometidos pela Reserva Federal a partir dessa data e não, como demonstra a Escola Austríaca, à expansão de crédito dos anos 1920, cuja influência sobre a estrutura produtiva é ignorada completamente por Friedman e Schwartz, que não chegam a compreendê-la.

[94] F.A. Hayek, "The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis", cap. I de *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., pp. 5-32. Este artigo é um excerto de uma versão muito mais ampla em alemão, publicada em 1925 em *Zeitschrift für Volkswirtschaft und Socialpolitik* (n.º 5, 1925, vols. I-III, pp. 25-63, e vols. IV-VI, pp. 254-317). É importante realçar que na nota 4 deste artigo (p. 27-28) é apresentado pela primeira vez o argumento essencial que, partindo de Mises, Hayek viria a desenvolver mais profundamente em *Prices and Production*. Da mesma forma, na nota 12 do mesmo artigo pode ser encontrada a primeira afirmação explícita de Hayek no sentido do restabelecimento do coeficiente de caixa de 100% nos bancos, quando conclui que: *"The problem of the prevention of crises would have received a radical solution if the basic concept of Peel's Act had been consistently developed into the prescription of 100 percent gold cover for bank deposits as well as notes"* (p. 29).

[95] F.A. Hayek, *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., p. 17. A tradução para português é: "Qualquer aumento do índice em uma percentagem determinada deve ser imediatamente seguido de um aumento na taxa de desconto ou noutras restrições ao crédito, ao passo que uma queda do nível geral dos preços deve dar lugar a uma redução da taxa de desconto."

ambiente de diminuição do nível geral de preços, este projeto se materializar em uma expansão de crédito que, forçosamente, provocará um *boom*, uma má distribuição de recursos na estrutura produtiva e, mais tarde, uma profunda depressão, como, de fato, já aconteceu.

De fato, o objetivo de estabilidade do nível geral dos preços dos bens de consumo foi quase conseguido ao longo dos anos 1920, à custa de uma elevada expansão de crédito. Isto provocou um *boom*, que, tal como previsto na teoria, afetou sobretudo as indústrias de bens de capital. Assim, o preço em bolsa dos títulos de valores quadruplicou e, enquanto a produção de bens de consumo corrente aumentou ao longo do período em cerca de 60%, a produção de bens de consumo duradouro, ferro, aço e outros bens de capital fixo, aumentou 160%.[96]

Outra ilustração da teoria austríaca do ciclo é o fato de durante os anos vinte os salários terem crescido sobretudo nas indústrias de bens de capital. Em um período de oito anos, aumentaram cerca de 12% em termos reais, ao passo que os salários das indústrias de bens de consumo aumentaram uma média de 5%. O crescimento em determinadas indústrias de bens de capital foi ainda mais alto, chegando aos 22% na indústria química e aos 25% na indústria do ferro e do aço.

Além de J. M. Keynes e de Irving Fischer, outro economista especialmente influente a justificar a expansão de crédito com o objetivo pretensamente benéfico de manter inalterado o nível geral de preços foi Ralph Hawtrey, diretor de estudos financeiros do Tesouro britânico. De acordo com Hawtrey: *"the American experiment in stabilization from 1922 to 1928 showed that early treatment could shake a tendency either to inflation or to depression in a few months, before any serious damage have been done. The American experiment was a great advance upon the practice of the 19th century."*[97]

---

[96] Ou seja, em termos mais populares, existiu logo uma grande "inflação" durante o período, mas manifestou-se no setor dos ativos financeiros e bens de capital, não no dos bens de consumo (Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 154). Um apaixonante de como se foi formando a política da Reserva Federal americana de 1913 a 1930, juntamente com uma análise da estreita cooperação mantida entre o governador da Reserva Federal, Strong, e o governador do Banco de Inglaterra, Montagu Norman, que se materializou nas importantes operações de mercado aberto dos anos 1920 empreendidas com o objetivo de inflacionar a oferta monetária norte-americana para ajudar o Reino Unido na sua auto-infligida situação de deflação, pode ser lida no artigo de Murray N. Rothbard, "The Federal Reserve as a Cartelization Device: The Early Years: 1913-1930", cap. IV de *Money in Crisis: The Federal Reserve, The Economy and Monetary Reform*, Barry N. Siegel (ed.), Pacific Institute, San Francisco 1984, pp. 89-136.

[97] "A experiência americana de estabilização de 1922 a 1928 mostrou que um tratamento antecipado podia gerar uma tendência inflacionária ou deflacionária em poucos meses e, antes de haver graves prejuízos. O experimento norte-americano foi um grande avanço em relação à prática do século XIX." Ralph G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, Longmans, Londres 1932, p. 300. Rothbard qualifica Hawtrey como "*one of the evil geniuses of the 1920s*". M. N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 159. O erro mais grave de Fisher, Hawtrey e dos demais teóricos "estabilizadores" é não compreenderem que a principal

O *boom* provocado inicialmente pela política deliberada de expansão de crédito empreendida para manter o nível geral dos preços estável, juntamente com a falta dos instrumentos analíticos necessários para compreender que se entraria em uma profunda depressão, levou a que se prosseguisse com esta política, que, como se sabe, acabou em um enorme fracasso.[98]

O advento da crise surpreendeu os teóricos monetaristas (Fisher, Hawtrey, etc.), que, imbuídos de uma concepção mecanicista da teoria quantitativa da moeda, acreditavam que, uma vez aumentada a oferta monetária, o seu impacto sobre os preços se tornaria irreversível, tendo sido incapazes de perceber que o aumento expansivo dos créditos afetava a estrutura produtiva e os preços relativos de forma muito desigual. Os comentários que mais se destacavam nesta época eram os daquele que, talvez, fosse o mais famoso economista americano da década, o professor Irving Fischer, que, de forma obstinada, manteve a teoria de que a bolsa de valores tinha alcançado um nível (*high plateau*) abaixo do qual nunca voltaria a cair. A crise de 1929 apanhou-o de surpresa e quase o arruinou.[99]

O desastre na bolsa de Nova York ocorreu por etapas. De 1926 a 1929 o índice de cotação das ações mais do que duplicou, passando de 100 a 216. O primeiro ocorreu na quinta-feira, 24 de outubro de 1929, dia em que houve uma oferta de 13 milhões de ações e uma procura quase nula, o que levou ao colapso dos preços. Os bancos intervieram e conseguiram travar momentaneamente a queda, tendo as cotações descido entre 12 e 25 pontos. Embora a expectativa fosse a de que o pânico iria acabar no fim-de-semana, na segunda-feira, 28 de outubro começou um novo desastre que não foi possível travar. Foram oferefunção do dinheiro é a de servir de veículo para o exercício criativo da função empresarial, ao deixar abertas em relação ao futuro todas as possibilidades criativas da ação humana. Por isso, a demanda de moeda e o poder de compra nunca podem deixar de variar. Como aponta Mises *"with the real universe of action and unceasing change, with the economic system which cannot be rigid, neither neutrality of money nor stability of its purchasing power are compatible. A world of the kind which the necessary requirements of neutral and stable money presuppose would be a world without action"* (*Human Action*, ob. cit., p. 419).

[98] De acordo com Phillips, McManus e Nelson, *"the end result of what was probably the greatest price-level stabilization experiment in history proved to be, simply, the greatest depression"*. C. A. Phillips, T. C. McManus e R. B. Nelson, *Banking and the Business Cycle*, Macmillan, Nova York, 1937, p. 176.

[99] Concretamente, e como já apontamos, no dia 17 de outubro de 1929 Fisher afirmou: *"Stocks have reached what looks like a permanently high plateau."* Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, ob. cit., p. 210. Sobre a fortuna que Fisher fez ao desenvolver uma máquina de calcular, a sua incapacidade para explicar teoricamente os acontecimentos que viveu e para prever o *crash* na bolsa no qual se arruinou, consultar a apaixonante biografia de Robert Loring Allen, *Irving Fisher: A Biography*, Blackwell, Oxford, 1993. Todos estes graves erros de previsão de Fisher explicam a sua falta de prestígio acadêmico e popular e o fato de a sua teoria sobre as causas da Grande Depressão não ter sido levada em grande consideração. Ver Robert W. Dimand, "Irving Fisher and Modern Macroeconomics", *The American Economic Review*, vol. 87, n.º 2, Maio 1997, p. 444.

cidos para venda mais de 9 milhões de ações, tendo a bolsa baixado 49 pontos. O dia mais desastroso foi a terça-feira, 29 de outubro: 33 milhões de títulos oferecidos e nova queda da bolsa, de 49 pontos.

A partir desse momento começa a depressão, com as características que já sabemos serem típicas deste processo. Entre 1929 e 1932, mais de 5.000 bancos (de um total de 24.000) faliram ou suspenderam pagamentos.[100] Além disso, teve lugar uma drástica contração de crédito e o investimento privado bruto baixou de mais de 15.000 milhões de dólares em 1929 para uns escassos 1.000 milhões em 1932, tendo o desemprego atingido o seu valor mais alto em 1933, situando-se em cerca de 27% da população ativa.

A duração e a especial gravidade da Grande Depressão de 1929, que durou uma década, só pode ser entendida pelos erros de política econômica e monetária cometidos sobretudo pela administração do presidente Hoover, que foi reeleito em 1928, e, mais tarde, pelo intervencionismo do democrata Roosevelt. Foram tomadas praticamente todas as medidas mais contraproducentes possíveis, tornando mais difícil a superação dos problemas e a chegada da recuperação. Em particular, foi seguida uma política forçada de manutenção artificial dos salários, o que multiplicou o desemprego e impossibilitou a transferência dos recursos produtivos e da mão de obra de umas indústrias para outras. Outro grande erro de política econômica cometido na época, por volta de 1931, em que a despesa pública cresceu em ritmo ascendente, passando de 16,4% para 21,5% do Produto Interno Bruto, o que levou a um deficit de 2.200 milhões de dólares e à tentativa de equilibrar o orçamento através do aumento de impostos: o Imposto sobre o Rendimento subiu de 1,5 % - 5% para 4% - 8%, eliminaram-se muitas deduções e aumentaram em muito as taxas para os rendimentos mais altos. Da mesma forma, o Imposto para as atividades empresariais aumentou de 12% para quase 14%, tendo o imposto sobre sucessões e doações duplicado, atingindo uma taxa máxima de 33,3%.

Além disso, o financiamento das obras públicas consideradas necessárias para amenizar os problemas de desemprego foi efetuado pela emissão massiva de títulos de dívida pública que, em última instância, absorveram a escassa oferta de capital disponível, afetando gravemente o setor privado.

Todas essas políticas prejudiciais continuaram a ser seguidas pelo sucessor de Hoover, Franklin D. Roosevelt, que ganhou as eleições em 1932.[101]

---

[100] Elmus Wicker, *The Banking Panics of the Great Depression,* Cambridge University Press, Cambridge 1996 e 2005.

[101] Murray N. Rothbard conclui a análise sobre a Grande Depressão da seguinte forma: *"Economic theory*

As recessões econômicas do final dos anos 1970 e do início dos 1990

A característica mais marcante dos ciclos econômicos posteriores à Segunda Guerra Mundial é a de se originarem em políticas deliberadamente inflacionistas dirigidas e coordenadas pelos bancos centrais. Assim, sob inspiração da teoria keynesiana, durante as décadas subsequentes ao conflito e até final dos anos 1960, acreditava-se que podia o advento de qualquer crise poderia ser evitado por meio de uma política fiscal e monetária "expansiva". A dura realidade chegou com a grave recessão dos anos 1970, uma recessão inflacionária (*estagflação*) que fez cair por terra e que desprestigiou os postulados teóricos keynesianos. Além disso, é a partir dos anos 1970 que, juntamente com o aparecimento da recessão inflacionária, recomeçam a ser estudadas e valorizadas as teorias econômicas da Escola Austríaca, tendo Hayek obtido o Prêmio Nobel da Economia em 1973, precisamente pelos estudos sobre a teoria do ciclo. De fato, a crise e recessão inflacionária dos anos 1970 foi uma "prova de fogo" que os keynesianos não conseguiram superar e que levou a um grande reconhecimento dos teóricos da Escola Austríaca, que há algum tempo a vinham anunciando. O único aspecto em que se equivocaram inicialmente foi em relação à duração do processo inflacionário, que, não estando limitado pelas exigências do antigo sistema de padrão-ouro, se prolongou devido a doses adicionais de expansão de crédito durante dois decênios, até ao aparecimento de um fenômeno até então historicamente desconhecido: uma profunda depressão com altas taxas de inflação e desemprego.[102]

---

demonstrates that only governmental inflation can generate a boom-andbust cycle, and that the depression will be prolonged and aggravated by inflationist and other interventionary measures. In contrast to the myth of laissez-faire, we have shown how government intervention generated the unsound boom of the 1920's, and how Hoover's new departure aggravated the Great Depression by massive measures of interference. The guilt for the Great Depression must, at long last, be lifted from the shoulders of the free market economy, and placed where it properly belongs: at the doors of politicians, bureaucrats, and the mass of 'enlightened' economists. And in any other depression, past or future, the story will be the same." Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 295. Não nos referimos ao lado europeu da Grande Depressão, cuja análise pode ser encontrada no livro de Lionel Robbins *The Great Depression*, Macmillan, Londres e Nova York 1934. Um bom relato da crise do sistema bancário austríaco (com uma teoria subjacente que às vezes deixa muito a desejar) foi publicado recentemente por Aurel Schubert, *The Credit-Anstalt Crisis of 1931*, Cambridge University Press, Cambridge, 1991.

[102] Em um artigo em que analisa os dados das crises ocorridas entre 1961 e 1987, Milton Friedman diz não encontrar uma correlação entre a dimensão da expansão e a posterior contracção e conclui que esses resultados: *"would cast grave doubt on those theories that see as the source of a deep depression the excesses of the prior expansion (the Mises cycle theory is a clear example)"*. Ver Milton Friedman, "The 'Plucking Model' of Business Fluctuations Revisited", *Economic Inquiry*, vol. XXX1, abril de 1993, pp. 171-177 (a citação está na p. 172). No entanto, a interpretação que Friedman faz dos fatos e a sua adaptação à teoria austríaca não é correta pelos seguintes motivos: a) Friedman utiliza como indicador da evolução do ciclo os valores do PIB, que, como já sabemos, ocultam quase metade do rendimento social bruto total, que inclui o valor dos produtos intermediários e que é a que mais oscila ao longo do ciclo; b) a teoria austríaca do ciclo estabe-

O estudo detalhado da crise de finais dos anos setenta pertence à história recente e não nos vamos alongar sobre ele. Pretendemos apenas referir aqui que o ajustamento que foi necessário efetuar a nível mundial foi muito custoso. Talvez depois desta amarga experiência, se pudesse ter exigido aos responsáveis financeiros e econômicos do Ocidente que, depois de iniciada a etapa de recuperação, tivessem sido tomadas as medidas de precaução necessárias para evitar outra expansão generalizada de crédito no futuro e, logo, uma depressão subsequente. Infelizmente, isso não aconteceu e, apesar de todos os esforços e custos que a reestruturação e o reajustamento das economias ocidentais implicaram depois da crise do final dos anos 1970, na segunda metade dos anos 1980 começou, de novo, uma amplíssima expansão de crédito que se iniciou nos Estados Unidos e se estendeu ao Japão, à Inglaterra e ao resto do mundo. Apesar dos "avisos" dados pelo mercado bolsista, entre os quais se destacou o colapso da bolsa de Nova York, "segunda-feira negra" de 19 de outubro de 1987 (em que o índice da bolsa de Nova York caiu 22,6%), as autoridades monetárias reagiram de forma nervosa injetando novas doses maciças de expansão de crédito na economia para manter o nível alcançado pelos índices bolsistas.

Em um estudo empírico sobre a recessão do início dos anos 1990,[103] W. N. Butos demonstrou que, de 1983 a 1987, a taxa média de crescimento anual das reservas fornecidas pela Reserva Federal aos sistema bancário americano subiu 14,5% por ano (ou seja, de 25 bilhões de dólares em 1985 para mais de 40 bilhões três anos depois). Isto provocou uma tremenda expansão de crédito e da oferta monetária, que, por sua vez, alimentou um significativo *boom* bolsista e todo o tipo de movimentos financeiros especulativos. Além disso, a economia entrou em uma etapa de grande expansão que levou ao consequente

---

lece uma correlação entre expansão de crédito, mau investimento e recessão e não entre a expansão econômica e a recessão, ambas medidas pelo PIB; c) o período de tempo considerado por Friedman é muito curto (1961-1987). Durante esse período, todos os sinais de recessão foram seguidos de enérgicas políticas expansivas que encurtaram a recessão posterior, exceto nos dois casos comentados no texto (crises de final dos anos 1970 e de início dos anos 1990) em que a economia caiu na armadilha da recessão inflacionária. Agradeço a Mark Skousen o fato de me ter facultado a sua abundante correspondência privada com Milton Friedman sobre este tema. Ver, ainda, as considerações de Roger W. Garrison (*Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, ob. cit., pp. 222-235), que demonstra como os dados empíricos apresentados por Friedman são plenamente compatíveis com a teoria austríaca dos ciclos.

[103] W. N. Butos, "The Recession and Austrian Business Cycle Theory: An Empirical Perspective", em *Critical Review*, vol. VII, nn. 2-3, primavera e verão de 1993. Butos conclui que a teoria austríaca do ciclo econômico é uma boa explicação analítica para a expansão da década de 1980 e a crise subsequente dos primeiro anos da década de 1990. Outro interessante artigo que aplica a teoria austríaca ao último ciclo econômico é o de Roger W. Garrison, "The Roaring Twenties and the Bullish Eighties: The Role of Government in *Boom* and Bust", *Critical Review*, ob. cit., pp. 259-276. Em Espanha, o crescimento da oferta monetária durante a segunda metade dos anos 1980 foi também muito elevado, passando de 30 a quase 60 bilhões de pesetas entre 1986 e 1992, ano em que a crise se manifesta no país com toda a violência (Banco de Espanha, *Boletín estadístico*, Agosto de 1994, p. 17).

alongamento substancial das etapas mais intensivas em capital e ao aumento espectacular na produção de bens de consumo duradouro. Chamou-se a este período "os anos dourados de Reagan e Thatcher", em grande parte construídos sobre os alicerces de barro da expansão de crédito.[104] Estes efeitos são confirmados por outro estudo empírico, de Arthur Middleton Hughes, que analisa ainda o impacto da expansão de crédito e da recessão sobre os diferentes setores pertencentes às diferentes etapas da estrutura produtiva (mais ou menos afastadas do consumo). O trabalho empírico de diferentes séries temporais confirma as conclusões mais importantes da teoria dos ciclos.[105] Além disso, a última recessão foi acompanhada de uma grave crise bancária, que, nos Estado Unidos, se tornou evidente pelo colapso de vários bancos importantes e, sobretudo, pelo fim do setor de cooperativas de poupança (*savings and loans associations*), cuja análise foi objeto de estudo em muita literatura recente.[106]

Esta última recessão surpreendeu, mais uma vez, os teóricos da escola monetarista, que não compreendem como tal coisa pode ter acontecido.[107] No entanto, as características típicas da expansão, o advento da crise e a posterior recessão correspondem às previsões da teoria austríaca do ciclo.

Talvez uma das características diferenciadoras mais interessantes do último ciclo tenha sido o importante papel nele desempenhado pela economia japonesa. Especialmente entre 1987 e 1991, a economia japonesa sofreu uma tremenda expansão monetária e de crédito, que, como indica a teoria, afetou sobretudo as indústrias mais afastadas do consumo. De fato, embora durante este período os preços

---

[104] A própria Thatcher acabou por reconhecer na autobiografia que todos os problemas econômicos da sua Administração surgiram quando a moeda e o crédito se expandiram com demasiada rapidez e os preços dos bens de consumo acabaram por aumentar vertiginosamente. Margaret Thatcher, *The Downing Street Year,* Aguilar, Madri 1993, pp. 565-566.

[105] Arthur Middleton Hughes, "The Recession of 1990: An Austrian Explanation", *The Review of Austrian Economics*, 10, n.º 1 (1997), pp. 107-123.

[106] Entre outros, Lawrence H. White, "What has been breaking U.S. banks?", em *Critical Review*, ob. cit., pp. 321-334, e Catherine England, "The Savings and Loans Debacle", em *Critical Review*, ob. cit., pp. 307-320. Em Espanha, merece destaque o trabalho de Antonio Torrero Mañas, *La crisis del sistema bancario: lecciones de la experiencia de Estados Unidos*, Editorial Cívitas, Madrid 1993.

[107] A este respeito é muito ilustrativa a conclusão de Robert E. Hall, para quem: *"established models are unhelpful in understanding this recession, and probably most of its predecessors. There was no outside force that concentrated its effects over the few months in the late summer and fall of 1990, nor was there a coincidence of forces concentrated during that period. Rather, there seems to have been a cascading of negative responses during that time, perhaps set off by Irak's invasion of Kuwait and the resulting oil-price spike in August 1990."* É desanimador que um autor tão prestigiado esteja tão confuso em relação ao advento e desenvolvimento da crise dos anos 1990 e esta situação nos diz muito a respeito do lamentável estado atual de pobreza teórica e confusão da macroeconomia. Robert E. Hall, "Macrotheory and the Recession of 1990- 1991", *The American Economic Review*, Maio de 1993, pp. 275-279 (citação retirada das pp. 278-279).

dos bens de consumo só tenham aumentado cerca de 0 a 3% por ano, o preço dos ativos fixos, especialmente da terra e dos imóveis, das ações e das obras de arte e joalheria aumentou extraordinariamente, multiplicando exponencialmente os valores e fazendo os respectivos mercados entrarem em um *boom* especulativo. A crise começou a partir do segundo trimestre de 1991 e prosseguiu durante vários anos. Tornou-se evidente o mau investimento generalizado dos recursos produtivos, que até então era desconhecido no Japão e que obrigou a que a economia japonesa iniciasse um doloroso processo global de reestruturação, no qual continua envolvida no momento em que se escreve o presente livro (1997).[108]

No que diz respeito ao efeito da última crise econômica mundial na Espanha, é preciso assinalar que se fez sentir com todo o fulgor em 1992, tendo a recessão durado pelo menos cinco anos. Mais uma vez, todas as características típicas da expansão, crise e recessão estiveram presentes no ambiente econômico mais próximo de Espanha, talvez com a particularidade de ter sido ainda mais exagerada devido aos efeitos provocados pela entrada da Espanha na Comunidade Econômica Europeia. Além disso, a recessão chegou em um contexto de sobrevalorização da peseta, que teve de ser desvalorizada três vezes consecutivas ao longo de um período de doze meses. A bolsa foi muito afetada e surgiram crises conhecidas de natureza financeira e bancária, em um ambiente de cultura especulativa e de enriquecimento fácil. Foram necessários muitos anos para a recuperação. Até hoje, ainda não foram tomadas as medidas de flexibilização da economia em geral e do mercado laboral em particular que, juntamente com uma política monetária prudentes e com uma diminuição da despesa e do déficit públicos, são indispensáveis para que a Espanha consolide, quanto antes, um processo de recuperação estável e sustentado.[109]

---

[108] O índice *Nikkei 225* da Bolsa de Tóquio sofreu uma redução de 30.000 ienes, no início dos anos 1990, para menos de 15.000, no final de 1997, tendo-se verificado uma série de falências em bancos e corretoras das bolsas (como a de Hokkaido Takushoku, Sanyo e Yamaichi Securities e outras) que afetaram gravemente a credibilidade do sistema financeiro do país, que tardará muito a restabelecer-se. Além disso, as crises bancárias e bolsistas japonesas contagiaram gravemente os demais mercados asiáticos (destacam-se as falências do Peregrine Bank de Hong Kong, do Bangkok Bank of Commerce e do Bank Korea First, entre outros), e, em 1997, ameaçavam se estender ao resto do mundo. Sobre a aplicação da teoria austríaca à recessão japonesa, consultar o interessante artigo de Yoshio Suzuki, apresentado na reunião regional da Mont Pèlerin Society, que teve lugar de 25 a 30 de setembro de 1994 em Cannes, França; bem como as pertinentes considerações de Hiroyuki Okon, *Austrian Economics Newsletter*, Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, Inverno de 1997, pp. 6-7.

[109] Não podemos nos referir aqui também ao efeito demolidor da crise econômica e bancária nos países subdesenvolvidos (por exemplo, a Venezuela) e nas antigas economias de socialismo real (Rússia, Albânia, Letônia, Lituânia, República Checa, Romênia, etc.), que, com grande ingenuidade e entusiasmo, se lançaram na senda da expansão de crédito desenfreada. Assim, por exemplo, na Lituânia, no final de 1995, deflagrou, depois de um período de euforia, a crise bancária, que levou ao encerramento de 16 dos 28 ban-

Outros trabalhos de contrastação empírica da teoria austríaca do ciclo econômico

Recentemente realizaram-se diversos trabalhos interessantes que dão um forte apoio empírico à teoria austríaca do ciclo econômico, apesar das dificuldades de contrastação de uma teoria que, como já sabemos, se baseia no impacto da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva e na forma irregular como a expansão afeta os preços relativos dos produtos das diferentes etapas de produção. É difícil contrastar estes processos econômicos em termos empíricos, sobretudo enquanto pretendermos continuar a utilizar estatísticas recolhidas pela contabilidade nacional, que eliminam do cálculo a maior parte do valor produzido por todas as etapas intermediárias do processo produtivo. Entre estes estudos empíricos, destaca-se o efetuado por Charles E. Wainhouse.[110] Wainhouse enuncia uma lista de nove proposições que se deduzem da teoria austríaca do ciclo e que contrasta empiricamente de forma isolada.[111] As principais conclusões do trabalho de Wainhouse são as seguintes: em primeiro lugar, contrasta a proposição segundo a qual as alterações na oferta de poupança voluntária são independentes das alterações no crédito bancário. Utilizando estatísticas que vão de janeiro de 1959 a junho de 1981, verifica que, em todos o casos, exceto em um, a evidência empírica confirma esta primeira proposição. A *segunda* proposição de Wainhouse é que as modificações na oferta de crédito dão origem a mudanças na taxa de juro, estando ambas inversamente relacionadas. Existe também evidência empírica abundante em relação a esta segunda proposição. A *terceira* proposição de Wainhouse é que as alterações na taxa de concessão de créditos provocam aumentos no *output* dos bens de produção, o que considera ser sustentado pelas evidências empíricas que analisa. Por fim, as três últimas proposições que contrastou empiricamente são as seguintes: que a relação entre o preço dos bens de produção e o dos bens de consumo subirá depois do início da expansão de

---

cos existentes, à súbita contração do crédito, à diminuição dos investimentos e ao desemprego e mal-estar popular. O mesmo pode ser dito para os demais casos citados (muitos deles ainda com maior gravidade).

[110] Charles E. Wainhouse, "Empirical Evidence for Hayek's Theory of Economic Fluctuations", cap. II de *Money in Crisis: The Federal Reserve, the Economy and Monetary Reform*, Barry N. Siegel (ed.), ob. cit., pp. 37-71. E também a sua "Hayek's Theory of the Trade Cycle: The Evidence from the Time Series" (Ph.D. dissertation, New York University, 1982).

[111] Como aponta Wainhouse: *"Within the constellation of available tests of causality, Granger's notion of causality — to the extent that it requires neither the 'true' model nor controllability - seems to offer the best prospects to practical implementation* (Wainhouse, ob. cit., p. 55.) Os trabalhos de Granger a que Wainhouse se refere e nos quais baseia a sua constatação empírica da teoria austríaca são os seguintes: C. W. J. Granger, "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, 37, nº 3, 1969, pp. 428 e ss., e C. W. J. Granger, "Testing for Causality: A Personal Viewpoint", em *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2, n.º 4, novembro de 1980, pp. 330 e ss.

crédito; que o preço dos bens mais próximos do consumo final tende a diminuir em relação ao preço dos bens de produção no processo de expansão e, por último, que na etapa final da expansão, o preço dos bens de consumo aumentará mais rapidamente do que o dos bens de produção, revertendo assim a tendência inicial. Wainhouse considera ainda que, em termos gerais, estas três proposições se ajustam aos dados empíricos, pelo que conclui que estes apoiam as proposições teóricas enunciadas pela Escola Austríaca de Economia. Wainhouse deixou três proposições por contrastar, ficando, assim, campo aberto de grande interesse para o trabalho futuro dos especialistas de econometria nesta área.[112]

Outro trabalho empírico relevante para a teoria austríaca do ciclo é o de Vladimir Ramey, da Universidade da Califórnia em San Diego.[113] Ramey desenvolveu um modelo intertemporal em que se separam em diferentes etapas os inventários correspondentes a bens de consumo, produtos em grosso, bens de equipamento manufaturados e produtos intermediários manufaturados, chegando à conclusão de que o preço dos bens inventariados é tão mais volátil quanto mais se afastem da etapa final de consumo. Os estoques mais próximos do consumo são os mais estáveis e os que sofrem menos variação ao longo do ciclo.

Mark Skousen chega a uma conclusão semelhante na análise da evolução dos preços dos produtos de três etapas distintas da produção: a dos produtos de consumo terminados, a dos produtos intermediários e a dos fatores materiais de produção. Este autor demonstra que, como já referimos na nota 21, no período entre 1976 e 1992, as etapas mais afastadas do consumo viram os preços variar entre -10% e +30%, ao mesmo tempo que o preço dos produtos intermediários variou apenas entre +14% e -1% e o dos bens de consumo entre +10% e -2%.[114] Além disso, o próprio Mark Skousen estimou que, na crise

---

[112] Outro interessante estudo empírico centrado nos anos da Grande Depressão de 1929 é o efetuado por Frederick C. Mills na sua obra *Prices in Recession and Recovery* (National Bureau of Economic Research, Nova York, 1936). Neste trabalho, Mills comprova empiricamente que a evolução dos preços durante o período de crise, recessão e recuperação que se seguiu ao *crash* de 1929 segue de muito perto o esquema previsto pela teoria austríaca do ciclo econômico. Especificamente, Mills conclui que, durante a depressão: *"raw materials dropped precipituously; manufactured goods, customarily sluggish in their response to a downward pressure of values, lagged behind"*. E no que se refere aos bens de consumo, estes: *"fell less than did the average of all commodity prices"*. No que diz respeito à recuperação de 1934-1936, Mills assinala que: *"the prices of industrial raw materials, together with relatively high prices of finished goods, put manufacturers in an advantageous position on the operating side"*. Mills, ob. cit., pp. 25-26, 96-97, 151, 157-158 e 222. Uma boa avaliação dos trabalhos de Mills pode ser encontrada em Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 58-60.

[113] V.A. Ramey, "Inventories as Factors of Production and Economic Fluctuations", *American Economic Review*, Julho de 1989, pp. 338-354.

[114] Mark Skousen, "I like Hayek: how I use his model as a forecasting tool", apresentado na reunião geral da Sociedade Mont Pèlerin que teve lugar entre 25 e 30 de setembro de 1994 em Cannes, França, pp. 10-11.

do início dos anos 1990, o Produto Social Bruto dos Estados Unidos, um indicador que inclui no seu cálculo todos os produtos intermediários, se reduziu entre 10 e 15%, e não na percentagem sensivelmente inferior (entre 1 e 2 %) indicada nos valores tradicionais da Contabilidade Nacional, que, como acontece com o Produto Nacional Bruto, excluem do seu cálculo todos os produtos intermediários e, logo, exagera enormemente a importância relativa do consumo final no esforço produtivo nacional.[115]

Esperamos que, no futuro, estes interessantes estudos histórico-empíricos sobre a teoria austríaca do ciclo econômico sejam mais profusos e assíduos, que utilizem os dados correspondentes às tabelas *input-output* e que permitam que a teoria austríaca seja utilizada para reformar a metodologia da Contabilidade Nacional, tornando possível a recolha de dados estatísticos sobre as variações de preços relativos que constituem a essência microeconômica do ciclo econômico. Para simplificar e facilitar futuramente este tipo de investigações empíricas, no Quadro VI-1 apresentam-se, de forma reduzida e comparada, as diferentes fases dos processos de mercado desencadeadas quando se verifica um aumento da poupança voluntária da sociedade, em primeiro lugar e quando há uma expansão de crédito bancária não coberta por um aumento prévio da poupança voluntária, em segundo.

Conclusão

Parece surpreendente que, na alvorada do século XXI, e depois da análise teórica efetuada e da experiência histórica acumulada, continuem a existir dúvidas sobre o caráter recessivo das expansões de crédito. Vimos que se repetem regularmente as etapas de auge, crise e recessão, e explicamos o papel fundamental desempenhado neste processo pela expansão de crédito iniciada pelo sistema bancário. Apesar de tudo, uma parte significativa dos teóricos persiste na negação de que as crises econômicas tenham origem em uma causa teórica subjacente. Não notam que, a própria análise que efetuam (independen-

[115] Outros trabalhos recentes estão também a demonstrar o caráter não neutro do crescimento monetário e que o seu impacto é relativamente maior nas indústrias mais intensivas em capital ou que produzem bens de maior duração. Ver, por exemplo, Peter E. Kretzmer, "The Cross-Industry Effects of Unanticipated Money in an Equilibrium Business Cycle Model", *Journal of Monetary Economics*, Março de 1989, n.º 23 (2), pp. 275-296; e Willem Thorbecke, "The Distributional Effects of Disinflationary Monetary Policy", Jerome Levy Economics Institute Working Paper n.º 144, George Mason University, 1995. Tyler Cowen, ao comentar estes e outros trabalhos, conclui que: *"the literature on sectoral shifts presents some of the most promising evidence in favor of Austrian approaches to business cycles. The empirical case for monetary non-neutrality across sectors is relatively strong, and we even see evidence that monetary shocks have greater real effects on industries that produce highly durable goods."* Tyler Cowen, *Risk and Business Cycles: New and Old Austrian Perspectives*, Routledge, Londres 1997, capítulo 5, p. 134.

temente de ser keynesiana, monetarista, ou qualquer outra variante), assenta na assunção de que os fatores monetários relacionados com o crédito têm um papel fundamental. Sem eles não é possível compreender a expansão, o *boom* inicial, a subida desproporcionada que acontece, sempre de forma continuada, na bolsa de valores e, quando estala a crise, a inevitável contração de crédito e a recessão, que afeta sobretudo as indústrias de bens de capital.

Além disso, deveria ser evidente que a repetição continuada destes ciclos deverá ter uma origem institucional capaz de explicar a razão por que a economia (intervencionada) de mercado se comporta endogenamente desta forma. Como temos argumentado desde o primeiro capítulo deste livro, a causa está no privilégio concedido aos banqueiros para que, em violação dos princípios tradicionais do Direito, possam emprestar a moeda que recebem em depósitos à vista, exercendo, assim, a atividade com um coeficiente de reserva fracionário. Deste privilégio tiraram também proveito os governos para obter financiamento fácil em momentos de apuro e, depois, por intermédio dos bancos centrais, para garantir crédito fácil e liquidez inflacionária, até agora consideradas muito necessárias e favoráveis ao estímulo do desenvolvimento econômico.

A "lei do silêncio", a que geralmente a teoria austríaca dos ciclos econômicos foi submetida, e o desconhecimento generalizado do público em relação ao funcionamento do sistema financeiro são muito significativos. É como se ambos correspondessem a uma estratégia implícita de deixar as coisas como estão, que pode ter origem no desejo de muito teóricos de manter uma justificação para a intervenção do governo nos mercados financeiros e bancários, juntamente com o temor reverencial sentidos pela maioria da população no que se refere a enfrentar o sistema bancário. Assim, concluímos, como Mises:

> *For the non-monetary explanations of the trade cycle the experience that there are recurrent depressions is the primary thing. Their champions first do not see in their scheme of the sequence of economic events any clue which could suggest a satisfatory interpretation of these enigmatic disorders. They desperately search for a makeshift [explanation] in order to patch it onto their teachings as an alleged cycle theory. The case is different with the monetary or circulating credit theory. Modern monetary theory has finally cleared away all notions of an alleged neutrality of money. It has proved irrefutably that there are in the market economy fators operating about which a doctrine ignorant of the driving force of money has nothing to say* [...] *It has been mentioned already that every nonmonetary explana-*

tion of the cycle is bound to admit that an increase in the quantity of money or fiduciary media is an indispensable condition of the emergence of a boom [...] *The fanaticism with which the supporters of all these nonmonetary doctrines refuse to acknowledge their errors is, of course, a display of political bias.* [...] *[T]he interventionists are* [...] *anxious to demonstrate that the market economy cannot avoid the return of depressions. They are the more eager to assail the monetary theory as currency and credit manipulation is today the main instrument by means of which the anticapitalist governments are intent upon establishing government omnipotence."*[116]

[116] Ludwig von Mises, "Fallacies of the Nonmonetary Explanations of the Trade Cycle", em *Human Action*, ob. cit., pp. 580-582.

Quadro VI-1

Resumo das fases

(1) Aumento da Poupança Voluntária.

F1 * Diminui o ritmo do consumo.

Os preços dos bens de consumo baixam.

F2 * Diminuem os efeitos contábeis do setor de consumo.

F2 * Os salários tendem a subir em termos reais (mesmo montante nominal e preços de bens de consumo mais baixos).

F2 * “Efeito Ricardo”: substituem-se os trabalhadores por equipamento capital.

F2 * A taxa de juro baixa (resultado do aumento da poupança). A bolsa sobe moderadamente.

F2 * Aumenta o preço dos bens de capital (resultado do aumento da demanda — Efeito Ricardo— e da redução da taxa de juro).

F3 * Aumenta a produção de bens de capital.

F3 * São despedidos trabalhadores no sector do consumo e contratados nas indústrias de bens de capital.

F4 * A estrutura produtiva alonga-se permanentemente.

F5 * A produção de bens e serviços de consumo aumenta muito e o seu preço baixa (mais oferta e menor demanda monetária).

Os salários e o rendimento nacional aumentam permanentemente em termos reais.

(2) Expansão de Crédito (sem aumento da poupança).

Expansão

F1 * O consumo não diminui.

F1 * Os bancos concedem novos empréstimos em massa e a taxa de juro baixa

F2 * Sobe o preço dos bens de capital.

Boom

F2 * Sobe a bolsa.

F2 * A estrutura produtiva alonga-se artificialmente.

F2 * Surgem grandes lucros contábeis no setor de bens de capital.

F3 * O setor de bens de capital procura mais trabalhadores.

F3 * Sobem os salários dos trabalhadores.

F3 * Generaliza-se o *boom* expansivo e bolsista. Especulação desenfreada.

Crise

F4 * A procura monetária de bens de consumo começa a crescer (maiores rendimentos salariais e empresariais dedicados ao consumo).

F4 * A certa altura o ritmo de crescimento da expansão de crédito detém-se: a taxa de juro sobe a bolsa cai (crash).

F4 * Os preços dos bens de consumo começam a aumentar mais que os salários em termos relativos.

F4 * O setor do consumo experimenta lucros contábeis (aumenta a demanda).

(Continua na página seguinte)

(2) EXPANSÃO DE CRÉDITO
(sem aumento da poupança).
(continuação)

Depresíon

F4 * Os salários reais baixam. "Efeito Ricardo": substitui-se equipamento social por trabalhadores.

F5 * O setor de bens de capital sofre grandes perdas contábeis (diminui a demanda — Efeito Ricardo — e aumentam os custos. A taxa de juro e os salários sobem.

F5 * Os trabalhadores são despedidos nas indústrias de bens de capital.

F5 * São liquidados os projetos de investimento errôneos: falências e suspensões de pagamentos. Pessimismo generalizado.

F5 * Aumenta o descumprimento bancário: os bancos marginalmente menos solventes têm graves problemas. Contração do crédito.

F5 * Os trabalhadores voltam a se empregar em etapas mais próximas do consumo

F5 * Há consumo de capital e a estrutura produtiva é encurtada.

F5 * A produção de bens e serviços de consumo abranda.

F5 * Os preços relativos dos bens de consumo crescem ainda mais (menos oferta e mais demanda monetária).

F5 * O rendimento nacional e os salários diminuem em termos reais.

Recuperação

F6 * Feito o reajustamento, o aumento da poupança voluntária pode levar à recuperação

Ver coluna (1). O pode começar de novo outra expansão de crédito. Ver coluna (2).

Observações ao Quadro VI-1:

1. Todas as referências a "aumentos" e "diminuições" de preços se referem a preços relativos, e não a preços nominais nem a magnitudes absolutas. Assim, quando se menciona, por exemplo, um "aumento dos preços" dos bens de consumo, pretende indicar que os mesmos sobem, em termos relativos, em relação ao preço dos bens de produção.

2. É fácil introduzir as modificações necessárias nas fases dos processos teóricos resumidos no Quadro de forma a incluir as peculiaridades históricas de cada ciclo. Assim, no caso do aumento da poupança voluntária, se houver também um aumento do entesouramento ou da demanda de moeda, as fases serão as mesmas, com a exceção de que haverá uma maior diminuição nominal do preço do bens de consumo e um menor aumento do preço nominal dos fatores de produção. Não obstante, todas as relações entre preços relativos se mantêm, tal como se indica no Quadro. No caso da expansão de crédito, caso se parta da existência de "capacidade ociosa", de início, os preço nominais dos fatores produtivos e dos bens de capital não subirão tanto, embora as demais fases se sucedam como descrevemos, acumulando os maus investimentos.

3. Embora o número que se segue à letra "F" indique a ordem das etapas, em certos casos a numeração e classificação de uma fase como correspondente a um grupo ou outro é relativamente arbitrária, dependendo de cada situação histórica concreta e do desenvolvimento simultâneo ou não das fases.

4. Como sabemos, na vida real, o processo poderia ser detido indefinidamente em qualquer das fases, se a intervenção dos governos tornar os mercados muito rígidos e, concretamente, se os preços dos bens intermédios, os salários ou a legislação laboral forem manipulados com sucesso. Além disso, um aumento progressivo da expansão de crédito pode atrasar a chegada da crise, à custa de torná-la mais profunda e dolorosa quando inevitavelmente surgir.

Capítulo 7

Crítica da teoria monetarista e Keynesiana

No presente capítulo, vamos comentar criticamente os desenvolvimentos teóricos alternativos elaborados para explicar os ciclos econômicos e, concretamente, as teorias das escolas macroeconômicas de maior implantação: a monetarista e a keynesiana. Embora geralmente se considere que ambas apresentam explicações alternativas e concorrentes dos fenômenos econômicos, do ponto de vista da análise apresentada neste livro padecem de defeitos muito semelhantes e podem ser criticadas utilizando os mesmos argumentos. Depois de uma introdução em que explicaremos qual é, do nosso ponto de vista, o elemento unificador das abordagens macroeconômicas, começaremos por estudar a posição monetarista (com algumas referências à chamada "nova macroeconomia clássica" e à corrente das "expectativas racionais", para passarmos depois a comentar as posições keynesiana e neo-ricardiana. Uma vez que com este capítulo acaba a parte analítica mais importante do presente livro, incorporamos no final, como anexo, um estudo teórico de um conjunto de instituições financeiras periféricas que são alheias ao setor bancário e cujos efeitos sobre o sistema econômico podemos agora compreender melhor.

1
Introdução

Embora a maioria dos manuais de economia e de história do pensamento econômico advoguem que a revolução subjetivista iniciada por Carl Menger em 1871 já foi completamente absorvida pela teoria econômica moderna, a verdade é que, em grande medida, tais declarações não passam de mera retórica. O antigo "objetivismo" da Escola Clássica que dominou a Economia até à revolução marginalista continua a exercer uma grande influência sobre a nossa ciência. E são muitos e importantes os diferentes campos da teoria econômica até agora em grande parte improdutivos como consequência da recepção e assimilação imperfeitas da "concepção subjetivista"[1]

[1] Podemos nos referir, por exemplo, a teoria neoclássica do socialismo desenvolvida por teóricos como Oskar Lange e outros, que pretenderam aplicar o modelo de equilíbrio geral walrasiano para resolver o problema do cálculo econômico socialista. Durante muitos anos, a maioria dos economistas acreditou que este problema tinha sido resolvido com sucesso, até que, recentemente, se tornou evidente que esta crença

Talvez uma das áreas mais importantes da Economia em que a influência da revolução marginalista e do subjetivismo ainda não se fez notar seja a relacionada com a moeda e com a parte da Economia que, de forma mais ou menos precisa, costumamos conhecer como "macroeconomia". De fato, com a exceção dos teóricos da Escola Austríaca, em geral, os defensores da macroeconomia não foram até agora capazes de remontar todas as teorias e raciocínios até à verdadeira origem ou ponto de partida: a ação humana individual. Mais especificamente, não incluíram nos modelos a ideia essencial desenvolvida por Menger, segundo a qual toda a ação implica uma série sucessiva de etapas que o ator deverá culminar até alcançar, no futuro, o fim proposto. A teoria dos bens econômicos de diferentes ordens (bens econômicos de consumo ou de "primeira ordem" e bens econômicos de "ordem superior"), segundo a qual os bens de ordem superior se consubstanciam em uma série sucessiva de etapas cada vez mais afastadas do consumo final, até se chegar à etapa inicial, na qual o ator projeta e planeja todo o processo de ação, é a ideia mais importante de Menger. É sobre esta ideia que assenta toda a teoria do capital e dos ciclos que apresentamos neste livro. Trata-se, em suma, de um conceito simples e fácil de entender, uma vez que todas as pessoas, pelo simples fato de serem humanas, reconhecem esse conceito de ação humana como o que põe em prática todos os dias, em todos contextos em que atuam. Resumindo, os teóricos da Escola Austríaca conseguiram elaborar toda a teoria do capital, da moeda e dos ciclos que está implícita no subjetivismo que revolucionou a Economia em 1871.

No entanto, em Economia, antigos modos de pensar estão na origem da reação contra o subjetivismo ainda hoje se fazem notar. Portanto, não surpreende que um dos autores mais importantes de uma das duas escolas "objetivistas" que vamos analisar criticamente neste capítulo, Frank H.Knight, tenha afirmado que, "Talvez o defeito mais sério do sistema econômico de Menger [...] seja a visão de produção como um processo de conversão de bens de ordem superior para bens de ordem inferior."[2]

---

era injustificada. Este erro teria sido evidente se a maioria dos economistas tivesse entendido desde o início o verdadeiro sentido e alcance da revolução subjetivista e se a tivessem assimilado. De fato, se todos os desejos, informações e conhecimentos são criados por e procedem do ser humano no exercício livre da interação com outros atores no mercado, deveria ser evidente que, à medida que a liberdade dos agentes econômicos fosse limitada de forma sistemática (e é nesta coação institucional que se encontra na essência do sistema socialista), a capacidade de criação, de descoberta de nova informação e de coordenação da sociedade é diminuída, tornando-se, ainda, impossível a descoberta por parte dos atores da informação prática necessária para coordenar a sociedade e fazer cálculo econômico. Ver, neste sentido, Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., caps. IV-VII, pp. 157-411.

[2] *"Perhaps the most serious defect in Menger's economic system is* [...] *his view of production as a process of converting goods of higher order to goods of lower order."* Frank H. Knight, "Introduction" à primeira edição inglesa do livro de Carl Menger, publicada com o título de *Principles of Economics*, traduzida por James Dingwall

A seguir, vamos estudar de que forma os modos de pensar da Escola Clássica continuaram a predominar nas duas escolas, tanto na monetarista como na keynesiana, que até agora se desenvolveram ignorando a revolução subjetivista de 1871. Começaremos esta análise explicando os erros do conceito de capital proposto por J. B. Clark e F. H. Knight, para passarmos depois a analisar criticamente a versão mecanicista da teoria quantitativa da moeda utilizada pelos monetaristas. Depois de uma breve digressão pela escola das expectativas racionais, estudaremos de que forma a economia keynesiana, hoje em crise, partilha muitos dos erros teóricos da concepção macroeconômica monetarista.[3]

2
Crítica da Teoria Monetarista

O conceito mítico de capital

Em geral, a escola neoclássica seguiu uma tradição que é anterior à revolução subjetivista e que considera um sistema produtivo em que os diferentes fatores de produção dão lugar, de forma homogênea e horizontal, aos bens e serviços de consumo, sem ter em qualquer conta a situação desses fatores de produção no tempo e no espaço ao longo de uma estrutura de etapas produtivas de natureza que se estende no tempo. Este foi em linhas gerais o quadro básico de investigação dos economistas clássicos desde Adam Smith, Ricardo, Malthus, e Stuart

---

e Bert Hoselitz, Free Press of Glencoe, Illinois, 1950, p. 25.

[3] Uma boa prova de que a revolução subjetivista iniciada pela Escola Austríaca constituiu o núcleo do desenvolvimento da Ciência Econômica até aos advento da "contra-revolução" neoclássico-keynesiana são as palavras seguintes de John Hucks: *"I have proclaimed the 'Austrian' affiliation of my ideas; the tribute to Böhm-Bawerk, and to his followers, is a tribute that I am proud to make. I am writing in their tradition; yet I have realized, as my work has continued, that it is a wider and bigger tradition than at first appeared.* The 'Austrians' were not a peculiar sect, out of the mainstream; they were in the mainstream; it was the others who were out of it." John Hicks, *Capital and Time: A Neo-Austrian Theory*, Clarendon Press, Oxford 1973, p. 12 (grifos nossos). É curioso observar a própria evolução científica de Sir John Hicks, que se iniciou sob uma forte influência da Escola Austríaca, com a primeira edição do livro *The Theory of Wages*, Macmillan, Londres 1932, e cujos capítulos IX a XI são muito influenciados por Hayek, Böhm-Bawerk, Robbins e outros austríacos, que cita frequentemente (ver, por exemplo as citações das páginas 190, 201, 215, 217 e 231). Mais tarde, Hicks converte-se em um dos protagonistas mais importantes da síntese doutrinal entre a escola neoclásico-walrasiana e a escola keynesiana, até que na etapa final da carreira como economista, volta, com algum peso na consciência, às origens subjetivistas muito enraizadas na Escola Austríaca, que culminaram na última obra sobre a teoria do capital, da qual extraímos a passagem do início desta nota. Mais clara ainda, se tal é possível, é a seguinte afirmação realizada por Hicks em 1978: *"I now rate Walras and Pareto, who were my first loves, much below Menger."* John Hicks, "Is Interest the Price of a Fator of Production?", incluído em *Time, Uncertainty, and Disequilibrium: Exploration of Austrian Themes*, Mario J. Rizzo (ed.), Lexington Books, Lexington, Massachusetts, 1979, p. 63.

Mill até Marshall.[4] Acabou por ser também o ponto de partida para o trabalho de John Bates Clark (1847-1938), professor de Economia na Universidade de Columbia, em Nova York, cuja enérgica reação anti-subjetivista no campo da teoria do capital e do juro continua hoje a ser a base em que assenta todo o edifício neoclássico-monetarista.[5] De fato, para Clark, a produção e o consumo são simultâneos, não existindo etapas no processo produtivo nem a necessidade de esperar tempo algum para obter os correspondentes resultados dos processos de produção. Clark considera que o capital é um *fundo permanente* que gera "automaticamente" rendimentos em forma de juros. Segundo o autor, quanto maior for este fundo social, mais baixos serão os juros, sem que haja qualquer influência do fenômeno da preferência temporal.

É evidente que a concepção do processo produtivo de Clark não é mais do que a transposição para o campo da teoria do capital da concepção do equilíbrio geral de Walras. Como é sabido, Walras desenvolveu uma concepção da economia em equilíbrio geral descrita por meio de um sistema de equações simultâneas, que pretende explicar a formação dos preços de mercado dos diferentes bens e serviços. A principal defi-

[4] Alfred Marshall é, sem dúvida, o principal responsável pelo fato de os teóricos de ambas as escolas, a monetaristas e a keynesiana, que são herdeiros intelectuais, não terem sido capazes de compreender os processos pelos quais a expansão de crédito e monetária afeta a estrutura produtiva. De fato, Marshall não conseguiu integrar no mundo da economia anglo-saxônica, e até às últimas consequências, a revolução subjetivista iniciada por Carl Menger em 1871. Pelo contrário, empenhou-se na elaboração de uma *síntese* "descafeinada" das novas contribuições marginalistas e do conteúdo da Escola Clássica anglo-saxônica que infestaram a Ciência Econômica neoclássica até os dias de hoje. Assim, é curioso realçar que para Marshall, tal como para Knight, a distinção subjetiva chave entre bens econômicos de primeira ordem ou bens de consumo e bens econômicos de ordem superior *"is vague and perhaps not of much practical use"* (Alfred Marshall, *Principles of Economics*, Macmillan, 8.ª edição, Londres 1920, p. 54). Além disso, Marshall não foi capaz de libertar-se dos modos de pensar arcaicos e subjetivistas de acordo com os quais são os custos que determinam os preços e não o contrário. De fato, embora para Marshall a utilidade marginal fosse a responsável pela procura dos bens, a oferta dos mesmos era, em última instância, determinada por fatores "reais", não levando em conta que os custos são penas a valorização subjetiva que o ator dá aos fins a que renúncia ao atuar, pelo que as duas partes da sua famosa "tesoura" têm a mesma essência subjetivista baseada na utilidade (Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 301-308). Os problemas idiomáticos (as obras dos teóricos austríacos foram apenas traduzidas para inglês de forma parcial e tardia) e o evidente chauvinismo intelectual de muitos economistas britânicos contribuíram também para a manutenção das doutrinas de Marshall, o que explica que a maioria dos economistas de influência anglo-saxônica seja muito receosa dos austríacos e tenha empenhado em manter as ideias de Marshall, e, logo, as de Ricardo e dos restantes economistas clássicos nos próprios modelos (ver, por exemplo, a carta de H. O. Meredith a John Maynard Keynes datada de 8 de dezembro de 1931 e publicada nas pp. 267-268 do vol. XIII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes: The General Theory and After, Part I, Preparation*, Donald Moggridge (ed.), Macmillan, Londres 1973). Ver ainda os comentários críticos de Schumpeter sobre Marshall incluídos em Joseph A. Schumpeter, *History of Economic Analysis,* Oxford University Press, Oxford e Nova York, 1954.

[5] Os trabalhos mais importantes de J.B. Clark são os seguintes: "The Genesis of Capital", *Yale Review*, n.º 2, novembro de 1893, pp. 302-315; "The Origin of Interest", *The Quarterly Journal of Economics*, n.º 9, abril de 1895, pp. 257-278; *The Distribution of Wealth*, Macmillan, Nova York 1899, reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York 1965; e "Concerning the Nature of Capital: A Reply", *The Quarterly Journal of Economics*, maio de 1907.

ciência do modelo de Walras consiste no fato de envolver a interrelação, por meio de um sistema de equações simultâneas, de magnitudes (variáveis e parâmetros) que não são simultâneas, mas que se sucedem de forma sequencial ao longo do tempo à medida que o processo produtivo avança, movido pelas ações dos agentes que participam no sistema econômico. Ou seja, o modelo do equilíbrio geral de Walras é um modelo estritamente estático que não dá conta da passagem do tempo e que descreve de forma sincrônica interrelações entre diferentes variáveis e parâmetros que nunca surgem simultaneamente na vida real.

Como é obvio, é impossível explicar os processos econômicos reais utilizando uma concepção da economia que ignore a dimensão temporal e que prime pela ausência de um estudo da geração sequencial dos processos.[6] Não deixa de ser surpreendente que uma teoria como a defendida por Clark tenha sido, ainda assim, a mais amplamente aceita na Ciência Econômica até os nossos dias, aparecendo na maioria dos manuais de introdução estudados pelos alunos. De fato, quase todos os manuais começam por explicar o "fluxo circular do rendimento",[7] que descreve a interdependência existente entre a produção, o consumo e as trocas entre os diferentes agentes econômicos (economias domésticas, empresas, etc.) e ignora totalmente o papel desempenhado pelo tempo no curso dos acontecimentos econômicos. Isto é, este modelo assenta no pressuposto de que tudo acontece de uma vez. Trata-se de um pressuposto falso e não fundamentado que, além de impedir uma resposta aos problemas relevantes que acontecem na economia real, constitui um obstáculo quase insuperável para que estes sejam descobertos e analisados por parte dos estudiosos da nossa ciência. Esta concepção levou também Clark e seus seguidores

---

[6] O teórico que mais brilhantemente criticou as diferentes tentativas de explicar funcionalmente a teoria dos preços através dos modelos estáticos de equilíbrio (geral ou parcial) foi, provavelmente, Hans Mayer, no artigo "Der Erkenntniswert der funktionellen Preistheorien", publicado em *Die Wirtschaftheorie der Gegenwart*, Verlag von Julius Springer, Viena 1932, vol. II, pp. 147-239b. Este artigo foi recentemente traduzido para inglês a pedido de Israel M. Kirzner e publicado com o título "The Cognitive Value of Functional Theories of Price: Critical and Positive Investigations concerning the Price Problem", cap. XVI de *Classics in Austrian Economics: A Sampling in the History of a Tradition*, vol. II, *The Inter-War Period*, William Pickering, Londres 1994, pp. 55-168. Hans Mayer conclui que *"In essence, there is an immanent, more or less disguised, fiction at the heart of mathematical equilibrium theories: that is*, they bind together, in simultaneous equations, non-simultaneous magnitudes operative in genetic-causal sequence as if these existed together at the same time. *A state of affairs is* synchronized *in the 'static' approach, whereas in reality we are dealing with a* process. *But one simply cannot consider a* generative process *'statically' as a* state of rest, *without eliminating precisely that which makes it what it is."* Hans Mayer, ob. cit., p. 92 da edição inglesa. Mais tarde Mayer reviu e ampliou notavelmente o ensaio a pedido de Gustavo del Vecchio: Hans Mayer, "Il concetto di equilibrio nella teoria economica", em *Economía Pura*, Gustavo del Vecchio (ed.), *Nuova Collana di Economisti Stranieri e Italiani*, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Turim 1937, pp. 645-799.

[7] Podemos consultar uma exposição padrão do modelo de fluxo circular do rendimento e do "organograma" tradicional em, entre outros, Paul A. Samuelson e William D. Nordhaus, *Economics*, 13.ª edição, McGraw-Hill, Nova York 1989.

a considerarem que os juros são determinados pela "produtividade marginal" deste misterioso fundo homogêneo que consideram ser o capital, o que explica a razão por que concluem que quanto mais o capital aumentar (entendido como fundo), mais tenderá a baixar o juro.[8]

Depois de John Bates Clark, outro economista americano, Irving Fisher, o expoente mais destacado da versão mecanicista da teoria quantitativa da moeda, defendeu também, na obra *The Nature of Capital and Income*,[9] a tese de que o capital é um "fundo", da mesma forma que o rendimento é um "fluxo", apoiando, assim, o ponto de vista marcadamente "macroeconômico" e de equilíbrio geral iniciado por Clark.

Por último, o conceito subjetivista e estático de capital de Clark foi defendido igualmente por Frank H. Knight (1885-1962), fundador da

[8] Embora para a análise dos efeitos da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva não seja necessário tomar uma posição acerca de qual é a teoria do juro mais correta, vale a pena apontar que a teorias que baseiam os juros na produtividade do capital já foram refutadas por Böhm-Bawerk. Com efeito, para este autor, os teóricos que acreditam que os juros são determinados pela produtividade marginal do capital não são capazes de explicar, entre outros aspectos, por que razão a concorrência entre diferentes empresários não faz com que o valor dos bens de capital tenda a ser idêntico ao do respectivo produto, eliminando assim qualquer diferencial entre custos e produto ao longo do período de produção. Como Böhm-Bawerk aponta com todo o acerto, as teorias baseadas na produtividade são apenas um resquício da concepção objetivista do valor, de acordo com a qual o valor seria determinado pelo custo histórico dos diferentes bens e serviços no processo produtivo. No entanto, os custos são determinados pelos preços e não o contrário. Ou seja, os agentes econômicos incorrem em custos porque pensam poder obter um valor superior pelos bens de consumo que produzirem. O mesmo sucede no que respeita à produtividade marginal de cada bem de capital, que, em última instância, é determinada pelo valor *futuro* dos bens e serviços de consumo que ajudar a produzir e que, por meio de um processo de desconto, dá lugar ao valor *atual* de mercado do bem de capital em questão. Assim, a existência e a gênese do juro são independentes dos bens de capital e radicam nas valorações subjetivas de preferência temporal dos seres humanos. Finalmente, será fácil perceber a razão por que os teóricos da escola de Clark-Knight caíram no erro de considerar que a taxa de juro é determinada pela produtividade marginal do capital. Basta observar que os juros e a produtividade marginal do capital se tornam iguais nas seguintes circunstâncias: 1) um ambiente de equilíbrio perfeito no qual não ocorram mudanças; 2) uma concepção do capital como um fundo mítico que se auto-reproduz sozinho sem que haja necessidade de tomar decisões específicas quanto à sua amortização; e 3) uma concepção de produção como um "processo" instantâneo que, logo, não leva tempo. Verificando-se estas três circunstâncias, completamente absurdas e irreais, o rendimento do bem de capital é sempre igual à taxa de juro. Percebe-se assim perfeitamente que os teóricos, convencidos da concepção sincrônica e instantânea do capital, se tenham deixado enganar pela igualdade matemática entre rendimento e juros que acontece em pressupostos tão irreais e, daí, tenham dado o salto teoricamente injustificado de afirmar que é a produtividade que determina a taxa de juro (e não o contrário, como indicam os austríacos). Sobre este tema podemos consultar: Eugen von Böhm-Bawerk, *Capital and Interest*, vol. I, cap. VII, pp. 73-122; e igualmente, o artigo de Israel M. Kirzner "The Pure Time-Preference Theory of Interest: An Attempt at Clarification", publicado como cap. IV do livro *The Meaning of Ludwig von Mises: Contributions in Economics, Sociology, Epistemology and Political Philosophy*, Geoffrey M. Herbener (ed.), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Holanda, 1993, pp. 166-192; reeditado como Ensaio 4 de Israel M. Kirzner, *Essays on Capital and Interest*, ob. cit., pp. 134-153; e o livro de Frank Albert Fetter, *Capital, Interest and Rent*, Sheed Andrews & McMeel, Kansas City, 1977, pp. 172-316.

[9] Irving Fisher, *The Nature of Capital and Income*, Macmillan, Nova York 1906, e também o artigo "What is Capital?", publicado em *Economic Journal*, n.º 6, dezembro de 1896, pp. 509-534.

atual Escola de Chicago. De fato, Knight considera, seguindo Clark, que o capital é um fundo permanente que produz rendimento de forma automática e sincrônica e que o "processo" produtivo é instantâneo e não constituído por diferentes etapas temporais.[10]

A crítica da Escola Austríaca a Clark e Knight

Os economistas da Escola Austríaca reagiram imediatamente contra uma tão errônea e objetivista concepção do processo produtivo como era a de Clark e Knight. Assim, Böhm-Bawerk classificou de místico e mitológico o conceito de capital de Clark, referindo que todo o processo produtivo é realizado não como consequência da participação de um misterioso fundo homogêneo, mas como resultado da cooperação de bens de capital concretos que têm de ser sempre previamente concebidos, produzidos, selecionados e combinados pelos empresários no âmbito do processo econômico. Böhm-Bawerk afirma que, segundo Clark, o capital é uma espécie de *"value jelly"*, ou conceito fictício, e adverte premonitoriamente que, a ser utilizado, dará origem a erros fatais no desenvolvimento futuro da teoria econômica.[11]

---

[10] Outro autor da Escola de Chicago que fez o possível para apoiar a mítica concepção do capital de Clark e Knight é George J. Stigler. De fato, na sua tese de doutoramento (que escreveu, precisamente, sob a orientação de Frank H. Knight em 1938), Stigler ataca veementemente a concepção subjetivista do capital de Menger, Jevons e Böhm-Bawerk. Em particular, Stigler, referindo-se à contribuição seminal de Menger relativa aos bens de ordem distinta, aponta que: *"the classification of goods into ranks was in itself, however, of dubious value"*; criticando-o por não desenvolver uma concepção do "processo" produtivo na qual os bens de capital proporcionem *"a perpetual stream of services (income)"*. George J. Stigler, *Production and Distribution Theories*, Transaction Publishers, Londres 1994, pp. 138 e 157. Obviamente, Stigler conclui que: *"Clark's theory of capital is fundamentally sound, in the writer's opinion"*. Stigler, ob. cit., p. 314. Stigler não se apercebe de que no mítico fundo de caráter abstrato que se autorreproduz sozinho não cabem os empresários, uma vez que todos os fatos econômicos se repetem sem mudanças de forma recorrente. No entanto, na vida real, o capital só pode continuar a manter a capacidade produtiva como resultado de ações humanas concretas (sujeitas ao erro ou acerto empresarial) relativas ao como, quando, onde e em quê investir, amortizar ou consumir os elementos específicos do equipamento capital.

[11] Eugen von Böhm-Bawerk, "Professor Clark's Views on the Genesis of Capital", *The Quarterly Journal of Economics*, IX, 1895, pp. 113-131, reproduzido nas pp. 131-143 de *Classics in Austrian Economics*, Israel M. Kirzner (ed.), vol. I, ob. cit. Böhm-Bawerk aponta com grande presciência que se a visão estática de Clark prevalecesse, voltariam a surgir as doutrinas do subconsumo há muito refutadas pelos economistas, como de fato sucedeu com a keynesiana, que tem as suas raízes nas teorias neoclássicas de Marshall: *"When one goes with Professor Clark into such an account of the matter, the assertion that capital is not consumed is seen to be another inexact, shining figure of speech, which must not be taken at all literally. Any one taking it literally falls into a total error, into which, for sooth, science has already fallen once. I refer to the familiar and at one time widely disseminated doctrine that saving is a social evil and the class of spendthrifts a useful fator in social economy, because what is saved is not spent and so producers cannot find a market"* (*ibidem*, p. 137). Por outro lado, Mises chega à mesma conclusão quando critica Knight pelas suas *"chimerical notions such as 'the self-perpetuating character' of useful things. In any event their teachings are designed to provide a justification for the doctrine wich blames over-saving and underconsumption for all that is unsatisfatory and recommends spending as a panacea."* *Human Action*,

Depois de Böhm-Bawerk, outro autor austríaco, Fritz Machlup, criticou fortemente a teoria de Clark e Knight sobre o capital, concluindo que:

> *There was and is always the choice between maintaining, increasing, or consuming capital. And past and 'present' experience tell us that the decision in favour of consumption of capital is far from being impossible or improbable. Capital is not necessarily perpetual.*[12]

Hayek, percebendo que a discussão entre as posturas não é bizantina, uma vez que envolve o choque de duas concepções de economia radicalmente incompatíveis (a subjetivista contra a objetivista fundamentada no equilíbrio geral), criticou também a posição de Clark e Knight, considerando que se baseava no seguinte erro essencial:

> *This basic mistake —if the substitution of a meaningless statement for the solution of a problem can be called a mistake— is the idea of capital as a fund which maintains itself automatically, and that, in consequence, once an amount of capital has been brought into existence the necessity of reproducing it presents no economic problem.*[13]

---

ob. cit. p. 848. Podem ser encontradas outras críticas de Böhm-Bawerk a Clark sobretudo nos trabalhos "Capital and Interest Once More", publicado em *The Quarterly Journal of Economics*, novembro de 1906 e fevereiro de 1907, especialmente nas pp. 269, 277 e 280 282; "The Nature of Capital: A Rejoinder", *The Quarterly Journal of Economics*, novembro de 1907, bem como em *Capital and Interest*, já citado. Por outro lado, o fato de o conceito de "período médio de produção" de Böhm-Bawerk não ser adequado — como reconheceram, entre outros, Menger, Mises e Hayek — não justifica, de foram alguma, a concepção mítica do capital que Clark e Knight propõem. Os teóricos da Escola Austríaca assinalaram unanimemente o "deslize" de Böhm-Bawerk ao incluir na análise o inexistente "período médio de produção", uma vez que toda a teoria do capital pode ser construída, sem qualquer problema, de forma prospectiva, ou seja, tendo em conta os períodos de tempo futuros que os atores consideram, subjetivamente, que as suas ações vão durar. De fato, como refere Hayek: *"Professor Knight seems to hold that to expose the ambiguities and inconsistencies involved in the notion of an average investment period serves to expel the idea of time from capital theory altogether. But it is not so. In general it is sufficient to say that the investment period of some fators has been lengthened, while those of all others have remained unchanged."* F. A. Hayek, "The Mythology of Capital", *The Quarterly Journal of Economics*, fevereiro de 1936, p. 206.

[12] Fritz Machlup, "Professor Knight and the 'Period of Production'", publicado no *Journal of Political Economy*, Outubro de 1935, vol. 43, n.º 5, p. 580, reeditado em Israel M. Kirzner (ed.), *Classics in Austrian Economics*, ob. cit., vol. II, cap. 20, pp. 275-315. Esta passagem poderia ser traduzida da seguinte forma: "Existe e sempre existiu a possibilidade de escolher entre manter, aumentar ou consumir o capital. A experiência passada e presente nos diz que a decisão a favor de consumir o capital não é nem impossível nem improvável. O capital não é necessariamente perpétuo."

[13] F.A. Hayek, "The Mythology of Capital", *The Quarterly Journal of Economics*, Fevereiro de 1936, pp. 199-228. A passagem foi retirada da p. 201 e poderia ser traduzida da seguinte forma: "Este equívoco básico — se pode chamar-se equívoco a substituir a solução de um problema por uma afirmação sem sentido — é a ideia de que o capital é um fundo que se mantém automaticamente a si mesmo e que, por conseguinte, uma vez produzida uma quantidade de capital, a necessidade de a reproduzir não levanta qualquer problema." Alguns anos mais tarde, Hayek acrescentou: *"I am afraid, with all due respect to Professor Knight, I*

Hayek insiste que a discussão sobre a natureza do capital não é apenas de tipo terminológico. Pelo contrário, realça que a mítica concepção do capital como fundo que se auto-mantém, em um processo produtivo que não implica a passagem do tempo, faz com que seus defensores não sejam capazes de notar, em geral, quais são os problemas econômicos relevantes na vida real, e em particular, de que forma a estrutura produtiva varia perante um crescimento ou uma diminuição da poupança voluntária e de que modo é afetada pela expansão de crédito. Por outras palavras, a concepção mítica do capital impede a compreensão por parte dos teóricos que a defendem das íntimas relações existentes entre o lado micro e o lado macro da Economia, uma vez que a ligação entre ambos é constituída precisamente pelos planos temporais de empresários criativos, que, por definição, são eliminados no modelo walrasiano do sistema econômico que Clark e Knight incorporam na sua teoria do capital.[14]

Depois de Hayek, também Ludwig von Mises se junta à polêmica ao criticar as *"new chimerical notions such as the 'self-perpetuating character' of useful things"*.[15] Mises segue Böhm-Bawerk,[16] assinalando que estas concepções acabam, em última instância, por ser utilizadas para justificar as doutrinas baseadas no mito do "subconsumo" e no pretenso "paradoxo da poupança", dando assim fundamento teórico a medidas de política econômica que fomentem o aumento da despesa em consumo em prejuízo da poupança. Mises explica que toda a estrutura atual de bens de capital existe como consequência de decisões empresariais específicas, tomadas no passado por pessoas concretas que, em determinadas ocasiões, decidiram investir em certos bens de capital e, noutras, substituí-los por outros ou reagrupá-los de forma distinta e, noutros casos ainda, até abandonar ou consumir os bens de capital já produzidos. Assim, *"we are better off than earlier generations because we are equipped with the capital goods they have accumulated for us."*[17] Parece mentira que, nesta altura, seja ainda necessário repetir princípios teóricos tão evidentes.

---

cannot take this view seriously because I cannot attach any meaning to this mystical 'fund' and I shall not treat this view as a serious rival of the one here adopted." F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 94.

[14] Já em 1928, Hayek destacava as consequências negativas para a teoria econômica de ignorar a dimensão temporal e das etapas de todo o processo de ação quando afirmou que: *"It becomes evident that the customary abstraction from time does a degree of violence to the atual state of affairs which casts serious doubt on the utility of the results thereby achieved."* F. A. Hayek, "Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money", originalmente publicado em alemão em 1928, cap. IV de *Money, Capital and Fluctuations,* ob. cit., p. 72.

[15] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 848.

[16] Ver a nota 11 acima.

[17] "Estamos melhor do que as gerações anteriores precisamente porque nos encontramos equipados com os bens de capital que estas acumularam para nós." Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 492.

Por último, mais recentemente, Israel M. Kirzner indicou, no livro *An Essay on Capital*, que a concepção de Clark e Knight sobre o capital não deixa lugar para qualquer decisão de tipo empresarial no processo produtivo. Os diferentes planos dos indivíduos quanto aos possíveis bens de capital concretos que podem decidir elaborar e utilizar nos processos produtivos não são levados em consideração. Em suma, Knight e de Clark assumem que o curso dos acontecimentos flui "só", que o futuro é algo objetivo e dado que, mais do que "por fazer", está simplesmente "por vir", e não sofre influência de decisões microeconômicas dos agentes individuais, consideradas, assim, inexoravelmente predeterminadas. Kirzner conclui que a concepção de Clark e Knight ignora: *"the planned character of capital goods maintenance"*, acrescentando ainda que a mesma implica aceitar a noção de que:

> *The future will take care of itself so long as the present 'sources' of future output flows are appropriately maintained [...] The Knightian approach reflects perfectly the way in which this misleading and unhelpful notion of 'automaticity' has been developed into a fully articulated and self-contained theory of capital.*[18]

Crítica da versão mecanicista da teoria quantitativa na escola monetarista

Os monetaristas não só ignoram o fator tempo e as etapas da estrutura produtiva da economia, como vimos na seção anterior, como adotam uma versão *mecanicista* da teoria quantitativa da moeda, que baseiam em uma equação que pretende demonstrar a existência de um nexo causal *direto* entre a quantidade total de moeda em circulação, o "nível geral" de preços e a produção total. Esta equação é a seguinte:

$$MV = PT$$

onde M representa a oferta monetária; V é a "velocidade de circulação" da moeda (número de vezes que, em média, a unidade monetária muda de mãos em um determinado período de tempo); P representa o "nível geral" de preços e T representa o "agregado" de todas as quantidade de bens e serviços trocados em um ano.[19]

[18] "O futuro cuidará de si próprio desde que as atuais fontes de fluxos futuros de produção se mantenham adequadamente. A abordagem de Knight reflete perfeitamente a forma como esta noção errônea e pouco útil de "automaticidade" foi desenvolvida em uma teoria do capital totalmente articulada e completa." Israel M. Kirzner, *An Essay on Capital*, ob. cit., p. 63.

[19] Esta é a equação de troca na sua "versão das transações". De acordo com Irving Fisher (*The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crise*s, Macmillan, Nova York 1911 e

Supondo que a "velocidade de circulação" da moeda é relativamente constante ao longo do tempo e que o produto nacional bruto está próximo do que corresponde ao "pleno emprego", os monetaristas acreditam que, a longo prazo, a moeda será neutra, pelo que uma expansão da oferta monetária (M) tende a aumentar proporcionalmente o correspondente nível geral de preços. Ou seja, embora, em termos nominais, os diferentes rendimentos dos fatores de produção e os s preços aumentem na mesma percentagem que o aumento da oferta monetária, em termos reais, mantêm-se ao longo do tempo. Assim, para os monetaristas, a inflação monetária afeta de forma uniforme e proporcional todos os setores da economia, pelo que não provoca desajustamentos ou descoordenação da estrutura de etapas de produção. Como se pode verificar, o ponto de vista monetarista é puramente "macroeconômico" e ignora os efeitos microeconômicos do crescimento monetário sobre a estrutura de produção. Em suma, esta abordagem se deve, como vimos na seção anterior, à falta de uma teoria do capital que não retire da análise o fator tempo.

As dificuldades teóricas do monetarismo podem ser ilustradas com a posição de, entre outros, R. G. Hawtrey, um dos expoentes máximos da escola monetarista durante o primeiro terço do século XX. De fato, Hawtrey, na sua recensão do livro de Hayek *Prices and Production*, publicado em 1931, expressava a sua "incapacidade" para entendê-lo. Para compreender esta afirmação de Hawtrey é preciso ter em conta que, como já sabemos, a abordagem de Hayek pressupõe uma teoria do capital. A falta de tal teoria faz com os monetaristas não entendam de que forma a expansão de crédito afeta a estrutura produtiva.[20] Além

1925, p. 48 da edição de 1925), pode também representar-se dissociando o membro da esquerda em oferta (M') e velocidade (V') monetárias correspondentes aos depósitos bancários:

$$MV + M'V' = PT$$

Também foi proposta uma "versão do rendimento nacional" para esta equação, na qual se considera que T é uma "medida real" do rendimento nacional (por exemplo, o Produto Nacional Bruto "real") que, como se sabe, inclui apenas os bens e serviços de consumo e os produtos *finais* (ver, por exemplo, Paul A. Samuelson e William D. Nordhaus, *Economics*, ob. cit.). Esta versão é especialmente criticável, uma vez que deixa de fora do cômputo todos os produtos das etapas intermediárias da estrutura produtiva, e *que também são objeto de troca em unidades de oferta monetária M*, restringindo-se, assim, a menos de metade, o verdadeiro "valor" real de T sobre o qual pretensamente incide o MV. Finalmente, a "versão dos saldos de caixa de Cambridge" representa-se da seguinte forma:

$$M = kPT$$

onde M é a oferta monetária (embora possa também ser interpretado como o volume *desejado* de saldos de tesouraria) e PT é uma medida do rendimento nacional. Ver: Milton Friedman, "Quantity Theory of Money", *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., vol. 4, especialmente pp. 4-7.

[20] Hawtrey afirmou literalmente que o livro de Hayek era *"so difficult and obscure that it is impossible to understand"*. Ver R.G. Hawtrey, "Review of Hayek's *Prices and Production*", *Economica*, n.º 12, ano 1932, pp. 119-125, p. 125. Hawtrey era um funcionário do Tesouro inglês e um teórico monetarista que, nos anos 1930, rivalizava com Keynes quanto à reputação e influência sobre a política econômica do governo. O

disso, contrariando toda a evidência empírica, Hawtrey afirma que o primeiro sintoma de toda a depressão é uma diminuição de vendas do setor dos bens finais de consumo, ignorando que antes ocorre sempre uma queda muito maior do preço dos bens de capital. Desta forma, as oscilações dos preços dos bens e serviços de consumo são relativamente pequenas ao longo do ciclo quando comparadas com as que se verificam nos bens de capital produzidos em etapas mais afastadas do consumo. Acresce que Hawtrey, mantendo-se fiel à sua posição monetarista, considera que a expansão de crédito provoca um excesso de procura monetária *uniformemente* distribuído por todos os bens e serviços da sociedade.[21]

Mais recentemente, outros teóricos monetaristas mostraram também a falta de uma teoria adequada do capital e, logo, o mesmo desconcerto de Hawtrey em relação aos estudos que analisam os efeitos da expansão monetária sobre a estrutura produtiva. Milton Friedman e Anna J. Schwartz, referindo-se aos possíveis efeitos da moeda sobre a estrutura produtiva, consideram que:

> we have little confidence in our knowledge of the transmission mechanism, except in such broad and vague terms as to constitute little more than an impressionistic representation rather than an engineering blueprint".[22]

---

desconcerto que a teoria austríaca provoca nos monetaristas continua até hoje. Assim, muito recentemente, Alan Meltzer repetiu a *boutade* de Hawtrey quando, referindo-se também ao livro *Prices and Production*, disse que: "*The book is obscure and incomprehensible. Fortunately for all of us, and for political economy and social science, Hayek did not spend his life trying to explain what* Prices and Production *tried to do.*" Allan Meltzer, "Comments on Centi and O'Driscoll", manuscrito apresentado na reunido geral da Sociedad Mont Pèlerin que teve lugar em Cannes, França, de 25 a 30 de setembro de 1994, p. 1.

[21] R.G. Hawtrey, *Capital and Employment*, Longmans Green, Londres 1937, p. 250. As críticas pontuais de Hayek a Hawtrey encontram-se na sua resenha do livro de Hawtrey *Great Depression and the Way Out*, em *Economica*, n.º 12, 1932, pp. 126-127. Além disso, nesse mesmo ano Hayek, no artigo "Das Schicksal der Goldwährung" ("O Destino do Padrão-ouro"), publicado em *Deutsche Volkswirt* em Fevereiro de 1932, n.º 20, pp. 642-645, e n.º 21, pp. 677-681, traduzido para inglês com o título "The Fate of the Gold Standard", cap. V de *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., pp. 118-135, criticou duramente Hawtrey por ser, juntamente com Keynes, um dos principais defensores e artífices do programa para estabilizar a unidade monetária que, , de acordo com Hayek, ao basear-se na expansão de crédito e em um ambiente de aumento da produtividade, geraria inevitavelmente uma profunda descoordenação da estrutura produtiva e uma importante recessão. Hayek conclui que: "*Mr. Hawtrey seems to be one of the stabilization theorists referred to above, to whose influence the willingness of the managements of the central banks to depart more than ever before from the policy rules traditionally followed by such banks can be attributed*" (p. 120).

[22] Ver Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, Chicago 1979, p. 222, bem como o livro de Milton Friedman e Anna J. Schwartz, *Monetary Trends in the United States and United Kingdom: Their Relation to Income, Prices and Interest Rates, 1867-1975*, The University of Chicago Press, Chicago 1982, especialmente as pp. 26-27 e 30-31. A passagem do texto poderia ser traduzida da seguinte forma: "temos pouca confiança no nosso conhecimento do mecanismo de transmissão, exceto em termos tão vagos e amplos que servem apenas para formar pouco mais do que uma representação impressionista, e não um verdadeiro plano de engenharia." A referência à "engenharia" e ao "mecanismo de transmissão" trai a forte inclinação científica destes autores.

Além disso, estes autores consideram, surpreendentemente, que não existe qualquer evidência empírica que apoie a tese de que a expansão de crédito afeta de forma desigual a estrutura produtiva, ignorando, assim, não só a análise teórica já apresentada pormenorizadamente neste livro, mas também os diferentes estudos empíricos que vimos no capítulo anterior e que, por outro lado, coincidem em grande medida, quanto aos traços típicos de natureza empírica, com os que se tem vindo a observar em todos os ciclos desde o início. Friedrich A. Hayek afirmou que a sua principal objeção à teoria monetarista era que:

> dado o aspecto macroeconômico, fixa-se apenas no nível geral dos preços e padece de uma incapacidade consubstancial para descobrir os efeitos da expansão dos meios de pagamento disponíveis na estrutura relativa dos preços. Assim, não contempla as consequências mais graves do processo inflacionário: o mau investimento de recursos e o desemprego daí advindo.[23]

É fácil perceber por que razão uma teoria como a dos monetaristas, construída estritamente em termos macroeconômicos e sem uma análise das realidades microeconômicas subjacentes, se vê forçada a ignorar não só os efeitos da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva, mas também, em geral, de que forma as variações no "nível geral de preços" afetam a estrutura de preços relativos.[24] Foi esta incapacidade de perceber de que forma as variações no crédito, mais do que produzir aumentos ou diminuições no "nível geral dos preços", constituem uma "revolução" que afeta todos os preços relativos, acabando por dar origem à crise e recessão, que levou o economista norte-americano Benjamin M. Anderson a dizer que o principal vício da teoria quantitativa da moeda é, simplesmente, que oculta ao pesquisador os fenômenos microeconômicos subjacentes afetados pelas variações do nível geral de preços. De fato, os monetaristas conformam-se com a equação de troca da teoria quantitativa que já apresentamos, considerando que todos os problemas relevan-

---

[23] F.A. Hayek, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, ob. cit., p. 215. Fritz Machlup manifestou-se no mesmo sentido pouco antes de morrer, quando afirmou que: *"I don't know why a man as intelligent as Milton Friedman doesn't give more emphasis to relative prices, relative costs, even in an inflationary period."* Joseph T. Salernso e Richard M. Ebeling, "An Interview with Professor Fritz Machlup", *The Austrian Economics Newsletter*, vol. III, n.º 1, Verão de 1980, p. 12

[24] *"The main fault of the old quantity theory as well as the mathematical economists' equation of exchange is that they have ignored this fundamental issue. Changes in the supply of money must bring about changes in other data too. The market system before and after the inflow or outflow of a quantity of money is not merely changed in that the cash holdings of the individuals and prices have increased or decreased. There have been effected also changes in the reciprocal exchange ratios between the various commodities and services which, if one wants to resort to metaphors, are more adequately described by the image of price revolution than by the misleading figure of an elevation or sinking of the 'price level'"*. Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 413.

tes recebem um tratamento adequado e que não é preciso efetuar análises microeconomias ulteriores.[25]

Percebe-se assim que os teóricos monetaristas carecem de uma teoria do ciclo econômico adequada, considerando que as crises e depressões devem-se apenas a uma "contração monetária", o que é um diagnóstico ingênuo e superficial que confunde a causa com o efeito, uma vez que, como já sabemos, as crises econômicas resultam da distorção prévia gerada pela expansão de crédito e a inflação ao longo de um processo complexo que depressa se manifesta em forma de crise, contração monetária e recessão. Atribuir as crises a uma contração monetária é tão errôneo como atribuir o sarampo à febre e erupção cutânea que provoca. Esta explicação dos ciclos só pode ser mantida pela metodologia cientista, ultra-empírica e carente de uma teoria temporal do capital que é própria da macroeconomia monetarista.[26]

Além disso, os teóricos monetaristas não só são incapazes de explicar as recessões econômicas, exceto pelo recurso aos efeitos da contração monetária, como não foram ainda capazes de apresentar qualquer argumento teórico válido contra a teoria austríaca do ciclo econômico: ignoraram-na simplesmente ou, como Friedman, só a mencionam de passagem, indicando, sem fundamento, que carece de "base empírica". Assim, recentemente, David Laidler, ao comentar criticamente a teoria austríaca dos ciclos, não teve outro remédio senão recorrer aos velhos e gastos argumentos keynesianos baseados nos pretensos efeitos positivos da demanda efetiva sobre o rendimento real. O raciocínio é o de que um aumento da demanda efetiva poderia, em última instância, dar origem a um aumento do rendimento e, logo, pretensamente, da poupança e, assim, o alongamento artificial baseado na expansão de crédito poderia se manter de forma continuada, sem

---

[25] *"The formula of the quantity theorists is a monotonous 'tic-tat-toe' —money, credit, and prices. With this explanation the problem was solved and further research and further investigation were unecessary, and consequently stopped— for those who believed in this theory. It is one of the great vices of the quantity theory of money that it tends to check investigation for underlying fators in a business situation."* Anderson conclui que: *"The quantity theory of money is invalid* [...] *We cannot accept a predominantly monetary general theory either for the level of commodity prices or for the movements of the business cycle."* Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, ob. cit., p. 70-71.

[26] Assim, entre outros, o professor Pedro Schwartz referiu que: "Não existe uma teoria dos ciclos provada: é um fenômeno que ainda não entendemos. Mas com a moeda se tornando elástica e as expansões e recessões nos deixando atônitos, dá a perceber que nós, os macroeconomistas, tenhamos má fama." Pedro Schwartz, "Macro e Micro", *Cinco Días*, Madrid, 12 de Abril de 1993, p. 3. É de lamentar que os monetaristas continuem a não perceber os efeitos do caráter "elástico" na economia real e que continuem empenhados em ignorar que existe uma teoria, a teoria austríaca dos ciclos econômicos, que não só *integra* plenamente os aspectos "micro" e "macro" da economia, como explica de que forma a expansão do crédito, que tem origem no sistema bancário de reserva fracionária, provoca uma inevitável má distribuição dos recursos em termos microeconômicos, que, forçosamente, acabará por dar origem a uma recessão macroeconômica.

que o processo de má atribuição de recursos tivesse necessariamente de se reverter na forma de uma recessão.[27] O erro essencial do argumento de Laidler já foi apresentado com clareza por Hayek em 1941, quando explicou que a única possibilidade de os processos produtivos financiados pela expansão de crédito poderem se manter sem uma recessão seria se a totalidade do novo rendimento monetário criado pelos bancos e utilizado para financiar esses processos fosse, em última instância, integralmente poupado de forma voluntária pelos agentes econômicos. A teoria austríaca do ciclo exige apenas, para que os ciclos se produzam, que pelos menos uma parte do novo rendimento monetário, recém-criado pelo bancos em forma de créditos e que chega à estrutura produtiva, seja gasta em bens e serviços de consumo pelos proprietários dos fatores de produção originais e dos bens de capital. Assim, como é normal, esta despesa em consumo é suficiente para que se iniciem de forma espontânea os processos microeconômicos já analisados e que levam irremediavelmente à crise e recessão. Nas palavras do próprio Hayek:

> *All that is required to make our analysis applicable is that, when incomes are increased by investment, the share of the additional income spent on consumers' goods during any period of time should be larger than the proportion by which the new investment adds to the output of consumers' goods during the same period of time. And there is of course no reason to expect that more than a fraction of the new income, and certainly not as much as has been newly invested, will be saved, because this would mean that practically all the income earned from the new investment would have to be saved.*[28]

[27] *"It is now a commonplace that, if saving depends upon real income, and if the latter is free to vary, then variations in the rate of investment induced by credit creation, among other fators, will bring about changes in the level of real income and therefore the rate of voluntary saving as an integral part of the mechanisms that re-equilibrate intertemporal choices."* Ver David Laidler, "Hayek on Neutral Money and the Cycle", publicado em *Money and Business Cycles: The Economics of F.A Hayek*, M. Colonna e H. Hagemann (eds.), ob. cit., vol. I, p. 19.

[28] Ou seja, seria preciso que os agentes econômicos poupassem a totalidade do rendimento monetário correspondente à área sombreada do Gráfico V-6, que representa a parte da estrutura produtiva que se alongava e alargava como resultado da expansão de crédito, o que, como se compreenderá, é quase impossível acontecer na realidade. A passagem em inglês foi retirada da p. 394 de *The Pure Theory of Capital*. A tradução para português poderia ser a seguinte: "A única coisa necessária para que a nossa análise seja aplicável é que, quando os rendimentos aumentam como resultado do investimento, a parte do rendimento adicional gasta em bens de consumo durante qualquer período de tempo seja maior do que a proporção em que o novo investimento faça crescer a produção de bens de consumo durante esse período. E é evidente que não há razão para esperar que mais do que uma fração do novo rendimento, e certamente não tão elevada como a que foi novamente investida, seja poupada, uma vez que isso significaria que praticamente todo o rendimento obtido a partir do novo investimento teria de ser poupado." Em síntese, a expansão de crédito provoca um *desajustamento* no comportamento dos diferentes agentes produtivos, que só pode ser remediado se houver um aumento da poupança voluntária e uma diminuição dos investimentos artificialmente estendidos pelo crédito, até que ambos voltem a coordenar-se. Como aponta

É interessante notar que um dos grandes teóricos monetaristas atuais, David Laidler, se vê forçado a recorrer a argumentos de tipo keynesiano para tentar, sem resultados, criticar a teoria austríaca do ciclo econômico. No entanto, o próprio autor reconhece acertadamente que, do ponto de vista da teoria austríaca, as diferenças entre monetaristas e keynesianos são mais aparentes e de pormenor do que reais, uma vez que a metodologia "macroeconômica" que ambos utilizam na sua análise é muito semelhante.[29]

As considerações tecidas acima sobre os monetaristas (falta de uma teoria do capital e uso de uma concepção macroeconômica que oculta os problemas verdadeiramente interessantes) não ficariam completas sem a crítica à equação ou relação de troca, $MV = PT$, na qual se baseiam desde que foi proposta por Irving Fisher na obra *The Purchasing Power of Money*.[30] É evidente que esta "equação de troca" não é

Lachmann: *"What the Austrian remedy —increasing voluntary savings— amounts to is nothing but a change of data which will turn data which originally were purely imaginary —entrepreneurs' profit expectations induced by the low rate of interest— into real data."* Ludwig M. Lachmann, "On Crisis and Adjustment", *Review of Economics and Statistics*, Maio de 1939, p. 67.

[29] David Laidler, *The Golden Age of the Quantity Theory*, Philip Allan, Nova York 1991. Em concreto, Laidler conclui que: *"I am suggesting, more generally, that there is far less difference between neoclassical and Keynesian attitudes to policy intervention, particularly in the monetary area, than is commonly believed. The economists whose contributions I have analyzed did not regard any particular set of monetary arrangements as sacrosanct. For most of them, the acid test of any system was its capacity to deliver price level stability and hence, they believed, output and employment stability too."* Laidler acrescenta que: *"The consequent adoption of Keynesian policy doctrines, too, was the natural product of treating the choice of economic institutions as a political one, to be made on pragmatic grounds"* (p. 198). O livro de Laidler é essencial para conhecer a evolução e o conteúdo atual das doutrinas monetaristas.

[30] Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money*, ob. cit., especialmente as pp. 25 e ss da edição de 1925. Com a sua habitual perspicácia, Mises assinala que os defensores da teoria quantitativa da moeda provocaram mais danos do que os opositores, uma vez que a grande maioria aceitou a fórmula mecanicista da equação de troca, que, no melhor dos casos, representa apenas uma tautologia: que as receitas e as despesas de todas as transações deverão ser iguais. Acresce que os defensores da equação de troca pretendem explicar os fenômenos econômicos de forma agregada, somando preços que correspondem a bens e serviços que são trocados em períodos distintos de tempo e pressupondo que o valor da unidade monetária é determinado, entre outras coisas, pela "velocidade" de circulação da moeda. Não percebem que a origem do valor da moeda está nas valorações subjetivas dos seres humanos tendo em conta o desejo de manter determinados saldos de caixa e que o enfoque exclusivo em conceitos agregados e médias como a velocidade da moeda transmite a impressão de que a moeda só cumpre a função quando são efetuadas transações, e não quando permanece "ocioso" em forma de saldos de caixa dos agentes econômicos. No entanto, a procura de moeda por parte dos agentes econômicos é constituída pelos saldos de tesouraria que mantêm em todos os momentos e pelos saldos que exigem quando realizam uma transação. Assim, a moeda cumpre a sua função nos dois casos e é sempre propriedade de alguém, ou seja, forma parte do saldo de tesouraria de algum agente econômico, independentemente dos *planos* que este possa ter para, em um prazo mais ou menos curto, diminuir ou aumentar esse saldo. Por fim, Mises aponta que outro grande defeito da equação de troca é que oculta os efeitos das variações da quantidade de moeda sobre os preços relativos e a forma como o dinheiro novo chega ao sistema econômico por lugares muito concretos, distorcendo a estrutura produtiva e favorecendo determinados agentes econômicos em prejuízo dos demais. Ludwig von Mises, "The Position of Money among Economic Goods", originalmente publicado em *Die Wirtschaftstheorie der Gegenwart*, Hans Mayer (ed.), vol. II, Julius Springer, Viena 1932. Este artigo foi traduzido para inglês por Albert H. Zlabinger e publicado no livro *Money, Method and the Market*

mais do que um simples ideograma que representa de forma bastante grosseira a relação existente entre o crescimento da oferta monetária e a diminuição do poder de compra da moeda. De fato, a pretensa "fórmula", mais do que uma equação, representa uma identidade ou tautologia que expressa que a totalidade da moeda gasta nas transações que se efetuam no sistema econômico durante um período de tempo deverá ser idêntica à quantidade de moeda recebida nas referidas transações durante o mesmo período ($MV = \sum pt$). Mais tarde, foi dado um salto no vazio ao considerar que o segundo membro pode representar-se por PT, onde "T" é um absurdo "agregado" que exige a soma de quantidades heterogêneas de bens e serviços trocados ao longo de um período de tempo, o que é impossível, uma vez que não existe a necessária homogeneidade entre eles.[31] Mises classificou também de absurdo o conceito de "velocidade da moeda", que se define como a variável dependente das outras que é necessária para manter a identidade da equação de troca. Trata-se de um conceito que carece de sentido econômico, já que, para os agentes econômicos individuais, é impossível atuar como é indicado na fórmula.[32]

Assim, o absurdo matemático e econômico da equação de troca monetarista faz com esta tenha, no máximo, o valor de um mero ideograma, que o Dicionário da Língua Portuguesa Contemporânea define como "sinal gráfico que exprime uma ideia e não uma letra ou som".[33] Este ideograma contém um inquestionável fundo de verdade, pois reflete a ideia de que as variações na oferta monetária acabam por afetar o poder de compra da moeda. No entanto, o uso

---

Process: Essays by Ludwig von Mises, Richard M. Ebeling (ed.), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Holanda, 1990, pp. 55 e ss.

[31] Por lado, Murray N. Rothbard argumenta que o "nível geral dos preços", P, é calculado como uma média ponderada de preços de bens cuja qualidade e quantidade varia ao longo do tempo e do espaço e em cujo denominador se pretende incluir também a soma de quantidades *heterogêneas* definidas em unidades diferentes (a produção total do exercício em termos "reais"). O tratamento crítico de Rothbard em relação à equação de troca dos monetaristas é brilhante e muito incisivo e está disponível na obra *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 727-737.

[32] *"For individual economic agents, it is impossible to make use of the formula: total volume of transactions divided by velocity of circulation."* Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 154. O conceito de velocidade da moeda só faz sentido caso se pretenda calcular o nível geral de preços ao longo de um período de tempo determinado, o que é claramente absurdo. Não faz sentido considerar preços de bens e serviços ao longo de um período, por exemplo, de um ano, durante o qual tanto a quantidade e a qualidade dos bens e serviços produzidos como o poder de compra da unidade monetária vá sofrendo alterações. Do ponto de vista individual, os preços são determinados em cada transação — entrega-se e recebe-se uma determinada quantidade de moeda, sem que se possa conceber qualquer "velocidade média de circulação" da mesma. Igualmente, do ponto de vista "social", poderia, a muito custo, considerar-se um "nível geral de preços" em um *momento* (não em um período) determinado. Mesmo nesse caso, o conceito de "velocidade da moeda" não faria qualquer sentido.

[33] Dicionário da Língua Portuguesa Contemporânea da Academia das Ciências de Lisboa, Lisboa: Academia das Ciências de Lisboa / Editorial Verbo, 2001, p.2020.

como equação pretensamente explicativa dos processos econômicos, já provou ser altamente prejudicial para o avanço da nossa ciência, ao impedir a análise das realidades microeconômicas subjacentes, forçar uma interpretação mecanicista da relação existente entre a oferta monetária e o nível geral de preços e, em suma, ao ocultar os verdadeiros efeitos microeconômicos das variações monetárias sobre a estrutura produtiva, dando azo à perniciosa ideia da pretensa neutralidade da moeda. E a verdade é que, já em 1912, Ludwig von Mises demonstrou que todo o aumento da quantidade de moeda em circulação dá, forçosamente origem a uma variação na estrutura de preços relativos dos bens e serviços. Tirando a hipótese de a moeda ser distribuída proporcionalmente por todos os agentes econômicos e visto ser sempre injetada no sistema econômico de forma sequencial e por determinados lugares concretos (por meio da despesa pública, da expansão de crédito ou da descoberta de novas existências de ouro em certos lugares), apenas algumas pessoas receberão as novas unidades monetárias em primeiro lugar, gozando, assim, da possibilidade de comprar novos bens e serviços a preços ainda não afetados pelo crescimento monetário. Ativa-se assim um processo de redistribuição do rendimento em que uns agentes econômicos, os que primeiro recebem as unidades monetárias, saem favorecidos à custa dos demais, que veem subir os preços dos bens e serviços que adquirem, sem que a unidades monetárias criadas cheguem aos bolsos. Este processo de redistribuição de renda dá inevitavelmente origem a uma variação na "estrutura" e peso das escalas de valores dos diferentes agentes econômicos que se irá necessariamente traduzir em uma variação em toda a estrutura de preços relativos da sociedade. As características essenciais desta variação nos casos em que o crescimento tem origem na expansão de crédito já foram estudadas detidamente nos capítulos anteriores deste livro.[34]

Que política aconselham os monetaristas para prevenir e lutar contra as crises e recessões econômicas? Em geral, limitam-se a prescrever e recomendar políticas que tratam única e exclusivamente os sintomas da crise, mas não as causas últimas. Ou seja, aconselham o aumento da quantidade da moeda em circulação, dando novo alento à economia para lutar contra a contração monetária que, em maior ou menor medida, ocorre sempre depois da crise. Não se apercebem de

[34] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 162 e ss. Mises conclui que: "*The prices of commodities after the rise of prices will not bear the same relation to each other as before its commencement; the decrease in the purchasing power of money will not be uniform with regard to different economic goods*" (p. 163). Antes de Mises, Cantillon, Hume e Thornton, entre outros, tinham demonstrado esta ideia. Assim, por exemplo, ver o ensaio de Hume "Of Money" em *Essays: Moral, Political and Literary*, Liberty Classics, Indianápolis 1985, p. 286 e ss.

que esta política macroeconômica dificulta a liquidação dos projetos erroneamente empreendidos, prolonga a recessão e poderá levar à fase de recessão inflacionária (*estagflação*) que já analisamos.[35]

A longo prazo, como já sabemos, a expansão de novos créditos durante uma crise não conseguirá mais do que, no máximo, adiar a inevitável chegada da recessão, fazendo com que o reajustamento posterior seja ainda mais grave. Como afirma Hayek muito claramente:

> *Any attempt to combat the crisis by credit expansion will, therefore, not only be merely the treatment of symptoms as causes, but may also prolong the depression by delaying the inevitable real adjustments.*[36]

Por fim, a proposta de alguns monetaristas de estabelecimento uma regra constitucional que determine o crescimento pré-determinado da oferta monetária de forma a "garantir" a estabilidade monetária e o crescimento econômico também não seria capaz de impedir o surgimento de crises econômicas, se continuassem a ser injetadas no sistema novas doses de oferta monetária via expansão de crédito. Além disso, como já sabemos, sempre que um aumento da produtividade geral da economia "exigisse" uma maior expansão de crédito para manter estável o poder de compra da moeda, seriam desencadeados mais intensamente todos os processos que levam a inevitáveis erros de investimento e à crise, e que os teóricos monetaristas são incapazes de apreender devido às evidentes carências no que diz respeito às ferramentas de análise macroeconômicas que utilizam.[37]

Breve referência à teoria das expectativas racionais

A análise que estamos a desenvolver neste livro serve, também, para criticar tanto as hipóteses das expectativas racionais como outras con-

[35] Hans F. Sennholz, *Money and Freedom*, Libertarian Press, Spring Mills, Pensilvânia, 1985, pp. 38-39. Sennholz refere que falta a Friedman de uma verdadeira teoria do ciclo e explica a forma como tenta ocultar esta lacuna, concebendo uma política que pretende sair da crise simplesmente por via monetária, sem explicar as suas causas.

[36] F.A. Hayek, "A Rejoinder to Mr. Keynes", *Economica*, vol. XI, n.º 34, Novembro de 1931, pp. 398-404. Reeditado como capítulo V de *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, John Cunningham Wood and Ronald N. Woods (eds.), Routledge, Londres e Nova York 1991, vol. I, pp. 82-83; e também em *Contra Keynes and Cambridge: Essays, Correspondence. The Collected Works of F.A. Hayek*, ob. cit., pp. 159-164 (pp. 179-184 da edição espanhola de 1996). A tradução desta passagem é: "Qualquer tentativa de combater a crise através da expansão de crédito, não só significará um mero tratamento dos sintomas em vez das causas, como poderá prolongar a depressão e atrasar os inevitáveis reajustamentos reais."

[37] Ver a seção 9 do capítulo VI deste livro, onde já tratamos os efeitos perniciosos das políticas de estabilização do poder de compra da moeda.

tribuições que se têm vindo a desenvolver no âmbito da "nova macroeconomia clássica". Como se sabe, de acordo com a hipótese das expectativas racionais, os agentes econômicos tendem a realizar previsões corretas utilizando adequadamente toda a informação relevante, assim como o conhecimento científico disponível graças à teoria econômica. Os partidários dessa hipótese acreditam que, a longo prazo, as tentativas dos governos para influenciar a produção e o emprego por meio das políticas monetária e fiscal são infrutíferas. Assim, visto que os efeitos tendem a ser previstos por agentes econômicos, as políticas tradicionais mostram-se incapazes de afetar a produção real ou o emprego.[38]

Não obstante, tais desenvolvimentos analíticos da nova macroeconomia clássica padecem de graves defeitos de lógica econômica. Em primeiro lugar, é preciso ter em conta a impossibilidade de os agentes econômicos não serem capazes de obter toda a informação relevante, quer no que diz respeito às circunstâncias específicas do ciclo em que vivem (conhecimento prático), quer no que se refere à teoria econômica que melhor explique o curso dos acontecimentos (conhecimento científico). Isto acontece porque não existe unanimidade quanto à teoria explicativa dos ciclos: de acordo com a argumentação exposta neste livro, a explicação correta é a dada pela teoria austríaca dos ciclos econômicos, no entanto, enquanto não for aceita de forma geral e unânime pela comunidade científica, não há qualquer razão para que seja utilizada como explicação adequada pelos demais agentes econômicos.[39] Além disso, e exatamente pelas mesmas razões pelas quais a teoria econômica do socialismo demonstrou ser impossível que um pretenso ditador-cientista benevolente obtivesse toda a informação prática relevante dos cidadãos, é também impossível para qualquer agente econômico obter toda a informação prática a respeito dos congêneres da sociedade, bem como todo o conhecimento científico disponível em cada momento.[40]

---

[38] Foi recentemente publicado em Espanha um bom resumo do processo de formação destas doutrinas e da sua relação com as outras escolas macroeconômicas da autoria de Carlos Usabiaga Ibañez e José María O'Kean Alonso, intitulado *Nueva macroeconomía clásica: una aproximación metodológica al pensamiento econômico*, Ediciones Pirámide, Madrid 1994.

[39] Como afirma Leijonhufvud: *"When theorists are not sure they understand, or cannot agree, it is doubtful that they are entitled to the assumption that private setor agents understand and agree."* A. Leijonhufvud, "What Would Keynes Have Thought of Rational Expectations?", *UCLA Department of Economics Discussion Paper No. 299*, UCLA, Los Angeles 1983, p. 5.

[40] Assim, o argumento é paralelo ao utilizado na minha obra *Socialismo, cálculo económico y función empresarial* para explicar a impossibilidade teórica do socialismo, baseada na diferença radical entre a informação ou conhecimento prático (subjetivo) e a informação ou conhecimento científico (objetivo). Desta forma, os teóricos das expectativas racionais cometem o mesmo tipo de erros dos teóricos neoclássicos que tentavam demonstrar que o socialismo é possível. No entanto, em vez de assumirem que um cientista ou ditador possa obter toda a informação prática relevante dos observados, os "novos macroeconomistas clássicos" partem do pressuposto de que são os próprios observados quem pode obter toda a informação

Por outro lado, e este é o argumento mais importante contra a teoria das expectativas racionais, mesmo admitindo, para efeitos dialéticos, que os agentes econômicos podiam obter toda a informação relevante e acertavam absolutamente no que diz respeito à explicação teórica do ciclo (compreendendo unanimemente os elementos essenciais da teoria da circulação dos créditos), a conclusão dos teóricos das "expectativas racionais" segundo a qual as políticas fiscais e monetárias dos governos seriam incapazes de produzir efeitos reais não seria correta, uma vez que, mesmo dispondo de um conhecimento "perfeito" do que vai acontecer, os empresários não podem fugir dos efeitos de uma expansão de crédito. A própria motivação de obter lucro levá-los-á, inevitavelmente, a tirar proveito da nova moeda criado. De fato, mesmo que entendam os riscos do alongamento da estrutura produtiva sem base de poupança real, podem perfeitamente obter lucros substanciais aceitando empréstimos recém-criados e investindo-os em novos projetos, no caso de serem capazes de se retirar a tempo do processo, vendendo os novos bens de capital produzidos a preços altos antes da descida do valor de mercado que anuncia a chegada da crise.[41] Na verdade, os lucros empresariais advêm do conhecimento de circunstâncias específicas de tempo e lugar e os empresários podem muito bem descobrir a existência de boas oportunidades de lucro em cada processo histórico de expansão de crédito, à margem do conhe-

relevante, quer *prática* dos restantes agentes econômicos, quer a relativa às teorias *científicas* correctas sobre a evolução do ciclo. Ver: Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., pp. 52-54 e 87-110.

[41] As considerações acima justificam que nos pareça um pouco exagerada a seguinte observação de Ludwig von Mises (Ver o artigo "Elastic Expectations in the Austrian Theory of the Trade Cycle", publicado em *Economica*, Agosto de 1943, pp. 251-252): *"The teachings of the monetary theory of the trade cycle are today so well known even outside of the circle of economists, that the naive optimism which inspired the entrepreneurs in the boom periods has given way to a greater scepticism. It may be that businessmen will in the future react to credit expansion in another manner than they did in the past. It may be that they will avoid using for an expansion of their operations the easy money available, because they will keep in mind the inevitable end of the boom. Some signs forebode such a change. But it is too early to make a positive statement."* Embora seja evidente que as expectativas "corretas" quanto à evolução dos acontecimentos anteciparam o desencadeamento e que a "eficácia" da expansão de crédito é menor do que seria noutras circunstâncias, a verdade é que, tal como argumentamos no texto, mesmo com um conhecimento "perfeito" das características típicas do ciclo, os empresários não podem renunciar aos benefícios que a expansão de crédito lhes proporciona a curto prazo, especialmente se se acharem capazes de prever o momento adequado para vender atempadamente os s bens de capital, evitando as perdas correspondentes. O próprio Mises, noutro lugar (*Human Action*, ob. cit., p. 871), esclarece que "*what the individual businessman needs in order to avoid losses is knowledge about the date of the turning point at a time when other businessmen still believe that the crash is farther away than is really the case. Then his superior knowledge will give him the opportunity to arrange his own operations in such a way as to come out unharmed. But if the end of the boom could be calculated according to a formula, all businessmen would learn the date at the same time. Their endeavors to adjust their conduct of affairs to this information would immediately result in the appearance of all the phenomena of the depression. It would be too late for any of them to avoid being victimized.* If it were possible to calculate the future state of the market, the future would not be uncertain. There would be neither entrepreneurial loss nor profit. *What people expect from the economists is beyond the power of any mortal man*" (grifos nossos).

cimento teórico de que estes processos levam a inevitáveis depressões, das quais podem muito legitimamente pensar se eximir graças ao melhor conhecimento em relação a quando começarão a ser desencadeados os sintomas de recessão. Gerald P. O'Driscoll e Mario J. Rizzo, seguem um linha de raciocínio semelhante quando afirmam que:

> *Though entrepreneurs understand this theory at an abstract (or macro-) level, they cannot predict the exact features of the next cyclical expansion and contraction. That is, they do not know how the unique aspects of one cyclical episode will differ from the last such episode or from the 'average' cycle. They lack the ability to make micro-predictions, even though they can predict the general sequence of events that will occur. These entrepreneurs have no reason to foreswear the temporary profits to be garnered in an inflationary episode. In the end, of course, all profits are purely temporary. And each individual investment opportunity carries with it a risk. For one thing, other entrepreneurs may be quicker. Or so many may have perceived an opportunity that there is a temporary excess supply at some point in the future.*[42]

Além disso, os teóricos das expectativas racionais continuam a não compreender a teoria austríaca dos ciclos e, tal como os moneta-

[42] Gerald P. O'Driscoll e Mario J. Rizzo, *The Economics of Time and Ignorance*, 1.ª edição, Basil Blackwell, Oxford 1985, 2.ª edição, Routledge, Londres 1996, p. 222. Esta passagem poderia ser traduzida da seguinte forma: "Embora os empresários compreendam esta teoria a um nível abstrato (macro), não são capazes de prever as características concretas do próximo ciclo de expansão e contração. Isto é, não sabem de que forma os aspectos específicos de um episódio cíclico será diferente do último episódio ou do ciclo "médio". Não têm a capacidade de fazer micro-previsões, embora sejam capazes de prever a sequência geral dos eventos futuros. Não há nenhuma razão para que estes empresários renunciem aos lucros temporários que podem obter em um episódio inflacionário. Afinal, todos os lucros são puramente temporários. E cada oportunidade de investimento individual contém riscos. Por exemplo, outros empresários podem ser mais rápidos. Ou pode acontecer que tenha havido muitos empresários percebendo uma oportunidade de existir um excesso temporário em qualquer época futura. Outra crítica da teoria das expectativas racionais pode ser encontrada em Gerald P. O'Driscoll, "Rational Expectations, Politics and Stagflation", cap. VII do livro *Time, Uncertainty and Disequilibrium: Exploration of Austrian Themes*, Mario J. Rizzo (ed.), Lexington Books, Massachusetts, 1979, pp. 153-176. Roger W. Garrison afirmou mais recentemente, seguindo a mesma linha, que: *"feedback loops, multiple alternative for inputs, and multiple uses of outputs* [...] *are complexities* [*that*] *preclude the hedging against crisis and downturn on a sufficiently widespread basis as to atually nullify the process that would have led to the crisis. The idea that entrepreneurs know enough about their respective positions to hedge against the central bank is simply not plausible. It all but denies the existence of an economic problem that requires for its solution a market process."* Ver Roger W. Garrison, "What about Expectations?: A Challenge to Austrian Theory", artigo apresentado na 2nd Austrian Scholars Conference, Auburn University, 4-5 de Abril de 1997, manuscrito no prelo, p. 21, e também *Time and Money,* ob. cit., pp. 15-30. A nossa postura acerca das expectativas racionais é ainda mais radical do que a de O'Driscoll e Rizzo, uma vez que, como dissemos nos parágrafos anteriores, consideramos que, embora os agentes econômicos conheçam não só a forma típica do ciclo, mas também os valores e momentos específicos em que irão acontecer alterações importantes, continuarão interessados em aceitar a moeda recém-criada para tirar proveito da miríade de oportunidades de lucro que surgem em toda a estrutura de bens de capital à medida que se desenvolve o processo de mercado ao longo das diferentes etapas do ciclo.

ristas, carecem de uma teoria do capital adequada. Concretamente, não entendem de que forma a expansão de crédito afeta a estrutura produtiva e por que razão o resultado será forçosamente uma recessão, embora existam expectativas perfeitas quanto ao curso geral dos acontecimentos. Na realidade, os empresários não podem deixar de o ser e renunciar à possibilidade de obter lucros a curto prazo em um mercado em que se iniciou um processo de expansão, caso subjetivamente acreditem que dispõem de mais informação do que os outros agentes econômicos e caso acreditem ser capazes de se retirar do processo antes de sofrerem perdas. Noutras palavras, ninguém vai recusar obter dinheiro criado do nada por saber que, em última instância, dará azo a uma recessão. "A cavalo dado não se olham os dentes", sobretudo se pensarmos que nos vamos desfazer do cavalo antes da chegada da hecatombe.[43]

O papel das expectativas no ciclo é muito mais sutil do o que o que nos é apresentado pelos teóricos da nova macroeconomia clássica, como demonstram os tratamentos de Mises e Hayek à teoria austríaca do ciclo, que comentamos no capítulo VI. De fato, Mises explicou que, em muitas ocasiões, existe um certo desfasamento temporal entre o início da expansão de crédito e o desenvolvimento das expectativas em relação ao efeito. De qualquer forma, o desenvolvimento de expectativas adequadas não faz mais do que acelerar os processos desencadeadores da crise e exigir a adoção de um ritmo progressivamente crescente de concessão de novos créditos, para que a política de criação de créditos possa continuar a ter um efeito expansivo. Assim, podemos afirmar que, *ceteris paribus*, quanto mais habituados estiverem os agentes econômicos a viver em um ambiente institucional mais estável, mais prejudicial será a expansão de crédito e mais desajustamentos provocará nas etapas do processo produtivo (tal como sucedeu na expansão dos anos 1920, antes da Grande Depressão). Da mesma forma, *ceteris paribus*, quanto mais habituados estiverem os agentes econômicos à expansão de crédito, maiores serão as doses da mesma que será necessário injetar no sistema econômico para gerar um *boom* e evitar, por algum tempo, os efeitos de reversão que já conhecemos. (Este constitui o único fundo de verdade encontrado na hipótese das expectativas racionais, ou, na feliz expressão de Roger W. Garrison, *"the kernel of truth in the rational expectations hypothesis"*[44]). Contudo, mesmo nestas circunstâncias estamos muito longe dos pressupostos

---

[43] Sobre a possibilidade de se tirar proveito de uma "bolha financeira" e sair-se a tempo da mesma, ver Peter Temin e Hans-Joachim Voth, "Riding de South Sea Bubble", *The American Economic Review,* vol. 94, n.º 5, Dezembro 2004, pp. 1654-1668, e especialmente a p. 166.

[44] Roger W. Garrison, "What about Expectations?: A Challenge to the Austrian Theory", ob. cit., p. 1.

estabelecidos pela hipótese das expectativas racionais, uma vez que os empresários nunca poderiam evitar completamente tirar proveito das oportunidades imediatas de lucro geradas pela nova criação de moeda que recebem, pelo que, mesmo com expectativas "perfeitas", a expansão de crédito acabará sempre por perturbar a estrutura produtiva.[45]

Em suma, a tese subjacente à teoria das expectativas racionais é que a moeda é *neutra*, dado que os agentes tendem a prever perfeitamente o curso dos acontecimentos.[46] Não notam que, como acertadamente explica Mises, a noção de moeda neutra é uma contradição de termos:

> *The notion of a neutral money is no less contradictory than that of a money of a stable purchasing power. Money without a driving force of its own would not, as people assume, be a perfect money; it would not be money at all.*[47]

Assim, não surpreende que os teóricos da nova macroeconomia clássica careçam, tal como os antecessores monetaristas, de uma teoria dos ciclos adequada e que só sejam capazes de explicá-lo com base em choques reais imprevisíveis e misteriosos.[48] No entanto, em última

[45] "*The crucial question devolves around the source of errors in cyclical episodes. In Hayek's analysis, misallocations and errors occur as economic ators respond to genuine price signals* [...] *Entrepreneurs are being offered a larger command over the real resources in society; the concommittant changes in relative prices make investing in these real resources genuinely profitable. There is surely nothing 'irrational' in entrepreneurs grasping real profit opportunities.*" Gerald P. O'Driscoll, "Rational Expectations, Politics and Stagflation", em *Time, Uncertainty and Disequilibrium*, Mario J. Rizzo (ed.), ob. cit., p. 166.

[46] Ver a recente, matizada e sintética exposição de Robert E. Lucas no "Nobel Lecture: Monetary Neutrality", *Journal of Political Economy*, n.º 4, vol. 104, Agosto de 1996, pp. 661-682. Lucas explicou os ciclos como resultados reais dos choques monetários não antecipados pelos agentes econômicos, o que levou a que vários autores apontassem pretensas semelhanças entre a Escola Austríaca e os teóricos da nova macroeconomia clássica. Tendo em conta que falta aos macroeconomistas clássicos um teoria do capital, e que os austríacos consideram que o modelo de equilíbrio, o agente representativo maximizador e os agregados utilizados pelos colegas da nova macroeconomia clássica não são realistas e/ou carecem de sentido, conclui-se facilmente que as "semelhanças" são mais aparentes do que reais. Ver: Richard Arena, "Hayek and Modern Business Cycle Theory", em *Money and Business Cycles: The Economics of F.A. Hayek*, M. Colonna e H. Hagemann (eds.), ob. cit., vol. I, cap. 10, pp. 203-217; e Carlos Usabiaga Ibáñez e José María O'Kean Alonso, *La nueva macroeconomía clásica*, ob. cit., pp. 140-144. A análise detalhada das profundas diferenças entre a abordagem austríaca e o paradigma neoclássico que constituem a fundamentação microeconômica de Lucas pode ser encontrada em Jesús Huerta de Soto, "*La Methodenstreit*, o el enfoque austriaco frente al enfoque neoclásico na ciencia econômica", ob. cit.

[47] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 418. A passagem poderia ser traduzida da seguinte forma: "A noção de moeda neutra não é menos contraditória do que a ideia de moeda com poder de compra estável. Moeda sem uma força motriz própria não seria, como as pessoas pensam, uma moeda perfeita; não seria moeda nenhuma." Insistimos que nem a longo prazo a moeda é neutra para os austríacos, uma vez que a estrutura produtiva que resta a longo prazo, depois de se terem feito todos os reajustamentos induzidos pela expansão de crédito, não tem nada que ver com a que se teria formado na ausência de inflação.

[48] Assim, por exemplo, Finn E. Kydland e Edward C. Prescott, "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, n.º 50, Novembro de 1982, pp. 1345-1370; e também "Business Cycles: Real Facts and Monetary Mith", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review*, n.º 14, 1990, pp. 3-18. Estas e outras explicações do ciclo econômico não baseadas nos efeitos da expansão de crédito, acabam

instância, não são capazes de explicar a sua recorrência e o reaparecimento consistente com as mesmas características.[49]

3
Comentários críticos à teoria econômica keynesiana

Apresentamos a nossa análise crítica da teoria keynesiana imediatamente depois da análise da escola monetarista, não só porque cronologicamente a "revolução keynesiana" surge depois do estabelecimento da escola neoclássica monetarista (concepção mecanicista da teoria quantitativa e carência de uma teoria do capital), mas também, porque a economia keynesiana foi relegada, sem qualquer dúvida, a um lugar secundário quando comparada com a escola monetarista. Note-se, no entanto, que do ponto de vista da análise proposta neste livro e, portanto, da Escola Austríaca da Economia, há grandes semelhanças metodológicas e de abordagem entre monetaristas e keynesianos. Assim, Keynes, tal como os teóricos da escola monetarista, carece por completo de uma teoria do capital que lhe permita entender a divisão dos processos econômicos em etapas produtivas e o papel desempenhado pelo tempo nestes processos. Da mesma forma, a teoria macroeconômica de determinação dos preços baseia-se em conceitos como nível geral dos preços, a quantidade global de moeda em circulação e, até, a velocidade de circulação da moeda.[50] Contudo,

---

por reconhecer, mesmo que implicitamente, que a expansão de crédito é um elemento que tem sempre interferência e sem o qual não seria possível explicar o crescimento sustentado do *boom* expansivo. Ver: Ludwig von Mises, "The Fallacies of the Nonmonetary Explanations of the Trade Cycle,", *Human Action*.

[49] Além disso, se os teóricos das expectativas racionais tiverem razão e qualquer atuação econômica do governo for "inútil", que sentido faz que se continuem a empreender politicas expansivas? A resposta está nos efeitos, aparentemente benéficos, a curto prazo, que acabam sempre por reverter, prejudicando a economia a médio e longo prazo.

[50] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres 1936 e 1970, cap. XXI, pp. 292-309. É evidente, no livro *The General Theory,* que, para Keynes, a teoria macroeconômica dos preços é apenas uma variante da concepção monetarista. Aí o autor afirma o seguinte: *"the Theory of Prices, that is to say,* the analysis of the relation between changes in the quantity of money and changes in the price-level *with a view to determining the elasticity of prices in response to changes in the quantity of money, must, therefore, direct itself to the five complicating fators set forth above."* John Maynard Keynes, *The General Theory*, ob. cit., p. 296-297 (grifos nossos). Roger Garrison (*Time and Money*, ob. cit., caps. 7-9) é quem melhor apresenta o sistema keynesiano, demonstrando que, em última instância, Keynes era um socialista que não acreditava na capacidade coordenadora do mercado no campo do investimento. O próprio Keynes reconheceu este fato quando escreveu que as suas teorias eram *"more easily adapted to the conditions of a totalitarian state"* (*Collected Writings*, volume VII, Macmillan, Londres 1973, p. xxvi). Esta afirmação surge no prólogo da edição alemã de *The General Theory* (escrito por Keynes a 7 de Setembro de 1936) com as seguintes palavras: *"Trotzdem kann die Theorie der Produktion als Ganzes, die den Zweck des folgenden Buches bildet, viel leichter den Verhältnissen eines totalen Staates angepasst werden als die Theorie der Erzeugung und Verteilung einer gegebenen, unter Bedingungen des freien Wettbewerbes und eines grossen Masses*

existem algumas particularidades importantes da análise keynesiana que vale a pena comentar.

Antes, porém, convém recordar que os conhecimentos de economia de Keynes eram, com certeza, muito limitados. De acordo com F. A. Hayek a sua bagagem teórica se limitava quase exclusivamente à economia de Alfred Marshall, além do que era incapaz de entender livros de Economia escritos em línguas estrangeiras (com a possível exceção de livros em francês). Hayek refere concretamente que:

> *Keynes was not a highly trained or a very sophisticated economic theorist. He started from a rather elementary Marshallism economics and what had been achieved by Walras and Pareto, the Austrians and the Swedes was very much a closed book to him. I have reason to doubt whether he ever fully mastered the theory of international trade; I don't think he had ever thought systematically on the theory of capital, and even in the theory of the value of money his starting point — and later the object of his criticism— appears to have been a very simple, equation-of-exchange-type of the quantity theory rather than the much more sophisticated cash-balances approach of Alfred Marshall.*[51]

Estas carências de formação , sobretudo em relação aos livros escritos em alemão chegou a ser reconhecida pelo próprio Keynes quando, ao se referir aos trabalhos de Mises na obra *Treatise on Money*, se viu obrigado a reconhecer que não tinha sido capaz de assimilar o conteúdo como desejava devido ao pobre conhecimento da língua alemã, acrescentando que: *"In German I can only clearly understand what I know already! - so that new ideas are apt to be veiled from me by the difficulties of language."*[52]

---

von Laissez-faire *erstellten Produktion."* Ver: John Maynard Keynes, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Dunker & Humblot, Berlim 1936 e 1994, p. ix. O reconhecimento explícito de Keynes de que lhe faltava uma teoria do capital adequada pode ser visto na próxima nota 75.

[51] F.A. Hayek, *A Tiger by the Tail: A 40-Years' Running Commentary on Keynesianism by Hayek*, compilado e editado por Sudha R. Shenoy, The Institute of Economic Affairs, Londres 1972, p. 101. Esta passagem poderia ser traduzida da seguinte forma: "Keynes não era um teórico altamente formado ou muito sofisticado. Partiu de um conhecimento elementar de economia de Marshall e os avanços de Walras e Pareto, dos austríacos e dos suecos eram, no essencial, um livro fechado para ele. Tenho razões para duvidar de que alguma vez tenha compreendido completamente a teoria do comercio tradicional. Penso que nunca refletiu de forma sistemática sobre a teoria do capital e, mesmo no que respeita à teoria do valor da moeda, o ponto de partida e, mais tarde, o objeto da sua crítica, parece ter sido uma versão muito simples da equação de troca da teoria quantitativa, e não a muito mais sofisticada abordagem dos saldos de caixa de Alfred Marshall."

[52] John Maynard Keynes, *A Treatise on Money*, vol. I, *The Pure Theory of Money*, em *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. V, Macmillan, Londres 1971, nota de rodapé n.º 2 da p. 178. "Em alemão, sou apenas capaz de compreender o que já sei! — por isso, ideias *novas* são pouco claras para mim por dificul-

A Lei de Say

John Maynard Keynes começa o livro, *The General Theory*, criticando a lei de Say como princípio essencial sobre o qual se baseia a análise clássica. No entanto, ignora que a análise desenvolvida pelos teóricos da Escola Austríaca (Mises e Hayek) já tinha demonstrado que os processos de expansão de crédito e monetária provocavam, em última instância, uma distorção na estrutura produtiva que desajustava temporalmente o sistema econômico fazendo com que a oferta de bens de capital e de bens e serviços de consumo não coincidisse com a procura dos mesmos por parte dos agentes econômicos.[53] De fato, toda a teoria austríaca do ciclo econômico não é mais do que uma explicação da razão pela qual, em determinadas circunstâncias e de forma repetida a lei de Say não é respeitada como consequência da expansão de crédito. Esta teoria explica também como se produzem os efeitos espontâneos de reversão que fazem com que o sistema tenda a coordenar-se de novo mediante uma crise e a necessária recessão ou reajustamento do sistema produtivo. Assim, depois de receber de Keynes um exemplar de *The General Theory* disse o autor que muito embora*"I fully agree about the importance of the problem which you outline at the beginning, I cannot agree that it has always been as completely neglected as you suggest."*[54]

A compreensão do processo de desajustamento da estrutura produtiva só se tornou possível graças ao desenvolvimento da teoria do capital por parte da Escola Austríaca, que, pela primeira vez, permitiu perceber quais eram os processos microeconômicos pelos quais um aumento da poupança se manifestava em um alargamento e alongamento da estrutura produtiva de bens de capital. Por isso, não surpreende que a falta de uma elaborada teoria do capital, juntamente com a pouca familiaridade com as contribuições da Escola Austríaca, tenha levado Keynes a criticar todos os economistas clássicos por assumir que "a oferta deveria sempre

dades linguísticas." Nos últimos trabalhos publicados antes de morrer, Haberler referiu-se ironicamente à pouca validade dos comentários críticos a Mises que Keynes escreveu na recensão ao livro *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, publicada em *The Economic Journal* (setembro de 1914), e reproduzida nas pp. 400-403 do volume XI de *Collected Writings*. Ver: Gottfried Haberler, "Reviewing A Book Without Reading It", *Austrian Economics Newsletter*, inverno de 1995, n.º 8; e também *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n.º 3, verão de 1996, p. 188.

[53] *"Say's law is violated in the short run by fiat credit inflation. Of course, the short run may take some time to work itself out! True, the larger supply created by the fiat money also creates its own excessive demand, but it is the* wrong *kind of demand in the case of a business credit expansion, an ephimeral demand which cannot last."* Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., p. 325.

[54] Carta de F.A. Hayek a John Maynard Keynes datada de 2 de Fevereiro de 1936 e publicada na p. 207 do vol. XXIX de *The Collected Writings of John Maynard Keynes: The General Theory and After: A Supplement*, Macmillan, Londres 1979, p. 207.

criar demanda, automaticamente". De fato, para Keynes, os clássicos: *"are fallaciously supposing that there is a nexus which unites decisions to abstain from present consumption with decisions to provide for future consumption;* [...] *whereas the motives which determine the latter are not linked in any simple way with the motives which determine the former."*[55] Embora possa justificar-se em relação ao estado da economia neoclássica da sua época, esta afirmação de Keynes não era, de forma alguma, aplicável ao estado de desenvolvimento já alcançado pela teoria austríaca do capital e dos ciclos quando foi publicada a obra *The General Theory.* Assim, ao classificar Hayek como autor "neoclássico",[56] Keynes cometeu um equívoco, um vez que Hayek não só provinha de uma tradição subjetivista muito diferente da neoclássica de Marshall, como, graças ao desenvolvimento austríaco da teoria subjetiva da moeda, do capital e dos ciclos, já tinha estudado e analisado pormenorizadamente por que razão não era respeitada a lei de Say e se desequilibrava o sistema econômico, como consequência das agressões relacionadas com o crédito a que era submetido.

Os três argumentos de Keynes sobre a expansão de crédito

É muito evidente a forma como Keynes tenta negar qualquer papel do crédito bancário como fator perturbador da relação entre a poupança e o investimento. De fato, quando Keynes publicou *The General Theory* já tinha tido polêmicas suficientes com Hayek para perceber que o principal argumento deste era o de que a extensão de expansão do crédito gerava uma separação temporal insustentável entre o investimento feito pelos empresários e a poupança real da sociedade. Se a tese de Hayek estiver correta, a teoria de Keynes cai por terra. Daí que fosse importante para Keynes anular o argumento de Hayek. No entanto, os raciocínios de Keynes sobre o crédito bancário eram confusos e falaciosos pelo que não foram capazes de refutar a teoria de Hayek. Analisemo-los um a um.

Em primeiro lugar, Keynes afirma que o crédito bancário não exerce efeitos expansivos sobre o investimento agregado, baseando-se no peregrino argumento contabilístico de que as posições credoras e devedoras correspondentes "se cancelam mutuamente":

---

[55] John Maynard Keynes, *The General Theory*, ob. cit., p. 21. "[Os economistas clássicos] assumem falaciosamente que há um nexo que une as decisões de abstenção em relação ao consumo presente às decisões relacionadas com a provisão de consumo futuro; quando os motivos que determinam as segundas não estão ligados de forma simples com os motivos que determinam as primeiras."

[56] John Maynard Keynes, *The General Theory and After*, Parte II, *Defence and Development*, em *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, Macmillan, Londres 1973, pp. 24 e 486, onde Keynes se refere a *"recent figures like Hayek, whom I should call 'neoclassicals'"* (p. 24) e a *"the neo-classical school of Professor Hayek and his followers"* (p. 486).

> *We have, indeed, to adjust for the creation and discharge of debts (including* changes in the quantity of credit or money*); but since for the community as a whole the increase or decrease of the aggregate creditor position is always exactly equal to the increase or decrease of the aggregate debtor position, this complication also cancels out when we are dealing with aggregate investment."*[57]

Contudo, esta afirmação de Keynes não é suficiente para ocultar a grande influência perturbadora que a expansão de crédito tem sobre o investimento. É, de fato, verdade que aquele que recebe o empréstimo é devedor ao banco pelo valor do empréstimo e credor do valor do depósito. No entanto, como aponta B. M. Anderson, a dívida que tem para com o banco não é de moeda, ao passo que o crédito é uma conta de depósito à vista que é dinheiro de fato (substituto monetário perfeito). Depois de receber o empréstimo e decidir gastar esse montante na aquisição de bens de capital e serviços dos fatores produtivos, então utiliza o dinheiro, criado do nada pelo banco, para aumentar o investimento em um montante que não corresponde a qualquer aumento da poupança voluntária, sem que isso afete em nada a estabilidade da sua dívida em relação ao banco.[58]

Em segundo lugar, ao notar que o "argumento contábil" é muito fraco, Keynes apresenta outro que é ainda mais ridículo. De fato, segundo Keynes, a criação e a concessão de novos créditos bancários não financiam um novo investimento acima do nível da poupança voluntária, uma vez que o dinheiro criado pelo sistema bancário e recebido pelos mutuários poderia ser utilizado para comprar bens de consumo. Segundo Keynes, caso não seja utilizada para comprar bens e serviços de consumo, verifica-se uma "poupança" implícita do novo dinheiro criado. Quando esta poupança é investida, o valor do investimento coincide exatamente com uma poupança "prévia e genuína". Vejamos como explica Keynes este "argumento":

> *The savings which result from this decision are just as genuine as any other savings. No one can be compelled to own the additional money corresponding to the new bank-credit,*

---

[57] John Maynard Keynes, *The General Theory*, ob. cit., p. 75 (grifos nossos). A tradução desta passagem poderia ser: "De fato, é necessário fazer correções em relação à criação e ao cancelamento de dívidas (incluindo *alterações na quantidade de crédito ou dinheiro*); mas, uma vez que para a comunidade como um todo o aumento ou a diminuição do valor total dos créditos é sempre exatamente igual ao aumento ou à diminuição do valor total de débitos, esta complicação também se neutraliza quando se trata de investimento agregado".

[58] B.M.Anderson, *Economics and the Public Welfare*, ob. cit., p. 391.

unless he deliberately prefers to hold more money rather than some other form of wealth.[59]

É evidente que Keynes pretende se apoiar na identidade *ex post* entre a poupança e o investimento para evitar os efeitos negativos que a expansão de crédito tem sobre o investimento e a estrutura produtiva.[60] Porém, toda a poupança encerra uma disciplina ou um sacrifício em relação ao consumo *prévio* de bens e serviços e não uma renúncia ao consumo potencial permitido pelas novas unidades monetárias criadas do nada pela expansão de crédito. O contrário equivaleria a considerar que todo o aumento da oferta monetária por meio da expansão de crédito equivale a um "aumento da poupança", o que é completamente absurdo.[61] No entanto, mesmo admitindo para efeitos dialéticos que se possa considerar que todo o investimento financiado com créditos recém-criados tenha sido imediata e simultaneamente "poupado", permanece o fato de que, caso posteriormente o novo dinheiro chegue ao bolso dos possuidores finais (trabalhadores e proprietários dos bens de capital e fatores de produção originais) e estes decidirem gastá-lo, todo ou em parte, em bens e serviços de consumo, isso tornará imediatamente evidente que a estrutura produtiva é demasiado intensiva em capital e surgirá a recessão. Na verdade, apesar dos jogos dialéticos, Keynes é incapaz de negar o fato evidente de que uma expansão artificial do crédito não garante que se possa obrigar os agentes econômicos a seguir um comportamento diferente (mais inclinado para a poupança e para o investimento) do que o que seguiriam livremente.[62] Além disso, não

[59] John Maynard Keynes, *The General Theory*, ob. cit., p. 83. A tradução poderia ser: "As poupanças que resultam desta decisão são tão genuínas como quaisquer outras poupanças. Ninguém pode ser obrigado a ter dinheiro adicional correspondente ao novo crédito bancário, a menos que deliberadamente prefira guardar mais dinheiro do que outra qualquer forma de riqueza."

[60] Referindo-se a esta teoria de Keynes segundo a qual a expansão de crédito não provoca uma desproporção entre o investimento e a poupança voluntária, uma vez que o novo dinheiro investido poderia ter sido consumido e, logo, foi previamente poupado, Benjamin M. Anderson conclui que: *"One must here protest against the dangerous identification of bank expansion with savings, which is part of the Keynesian doctrine* [...] *This doctrine is particularly dangerous today, when we find our vast increase in money and bank deposits growing out of war finance described as 'savings', just because somebody happens to hold them at a given moment of time. On this doctrine, the greater the inflation, the greater the savings!"* Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, ob. cit., p. 391-392.

[61] George Selgin se baseia neste segundo argumento de Keynes (sem o citar explicitamente) para sustentar toda a sua doutrina sobre o equilíbrio monetário, que teremos ocasião de analisar criticamente no próximo capítulo. É, sem dúvida, paradoxal que um economista com os antecedentes austríacos de Selgin tenha acabado por cair nas redes das doutrinas keynesisanas para justificar o fato de a expansão de crédito criada por um sistema de atividade bancária livre ser inofensiva para o sistema econômico. Talvez este fato seja a demonstração mais concreta de que a velha escola bancária foi reencarnada atualmente em teóricos que, como Selgin, defendem um sistema bancário livre com reserva fracionária. Ver: George A. Selgin, *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, Rowman & Littlefield, Totowa, Nova Jersey, 1988, especialmente as pp. 54-55.

[62] Ou seja, embora *ex post* todo o investimento tenha sido poupado (I=S), Keynes ignora que, microe-

deixa de ser paradoxal que Keynes insista em que a poupança voluntária não garante maior investimento e, ainda assim, afirme que todo o investimento envolva uma poupança prévia. Caso admita que os agentes que poupam e investem não são os mesmos e que podem ocorrer desajustes entre as decisões que impeçam o equilíbrio, terá de admitir que esse desajuste pode acontecer não só pelo lado da poupança voluntária (mais poupança voluntária sem investimento), mas também pelo lado do investimento (mais investimento sem poupança prévia). No primeiro caso existe um aumento da demanda de moeda que, como vimos no capítulo anterior, sobrepõe os efeitos próprios de toda a poupança voluntária (modificação na estrutura de preços relativos que leva a um alargamento do processos de investimento) ao efeitos derivados de um aumento do poder de compra da moeda. No segundo caso, é gerada uma estrutura produtiva artificial que não pode se manter de forma indefinida, uma vez que os agentes econômicos não estão dispostos a poupar o suficiente. É isto que explica o surgimento da crise e recessão depois de um período de expansão de crédito.[63]

O terceiro e último argumento apresentado por Keynes para tentar neutralizar a tese austríaca sobre os efeitos negativos da expansão de crédito é o fato de, em última instância, a expansão de crédito servir para financiar um aumento do investimento, que provoca um aumento do rendimento e, consequentemente, da poupança. Desta forma, de acordo com Keynes, é "impossível" (!) que os empresários invistam os recursos recebidos em forma de empréstimos a um ritmo mais rápido do que o ritmo a que o público decida aumentar a poupança.

---

conomicamente, os recursos poupados podem ser investidos bem ou mal e que, de fato, ao induzir os empresários em erro quanto ao verdadeiro ritmo da poupança voluntária existente, a expansão de crédito leva a que a escassa poupança da sociedade seja mal investida em processos excessivamente intensivos em capital, que não é possível terminar nem manter e que, por conseguinte, a empobrecem (recordemos o que foi dito no Capítulo V).

[63] Jacques Rueff apontou que, em uma economia com padrão-ouro, um aumento da demanda de moeda (ou do "entesouramento"), longe de ter um efeito de aumento do desemprego, dirige, de acordo com o próprio funcionamento do sistema de preços, uma maior proporção dos recursos produtivos da sociedade (trabalho, equipamento capital e fatores de produção originais) para a extração, produção e distribuição de um maior número de unidades monetárias (ouro). Trata-se da resposta espontânea e natural do mercado ao novo desejo dos agentes econômicos de disporem de maiores saldos de caixa. Assim, não é necessário o estabelecimento de um programa de obras públicas (embora, como afirmava Keynes, com ironia, este consistisse apenas em abrir e fechar valas), uma vez que os recursos produtivos se dedicariam espontaneamente a escavar as minas mais profundamente para extrair ouro, satisfazendo, assim, de forma mais eficaz, os desejos que os consumidores e agentes econômicos têm de possuir saldos de caixa mais elevados. Desta forma, é impossível que um aumento da preferência pela liquidez leve a uma situação permanente de equilíbrio e desemprego. A única possibilidade de se chegar a uma situação de equilíbrio com desemprego é a que advém do estabelecimento de um mercado de trabalho rígido no qual a força coerciva do Estado, dos sindicatos ou de ambos impeça a flexibilidade dos salários e das demais condições dos contratos e dos mercados laborais. Ver o artigo de Jacques Rueff "The Fallacies of Lord Keynes' *General Theory*", publicado em *The Critics of Keynesian Economics*, Henry Hazlitt (ed.), Arlington House, Nova York 1977, pp. 239- 263, e especialmente a p. 244.

Vejamos o raciocínio de Keynes:

> *The notion that the creation of credit by the banking system allows investment to take place to which 'no genuine saving' corresponds can only be the result of isolating one of the consequences of the increased bank-credit to the exclusion of the others. If the grant of a bank credit to an entrepreneur additional to the credits already existing allows him to make an addition to current investment which would not have occurred otherwise, incomes will necessarily be increased and at a rate which will normally exceed the rate of increased investment. Moreover, except in conditions of full employment, there will be an increase of real income as well as of money-income. The public will exercise a 'free choice' as to the proportion in which they divide their increase of income between saving and spending;* and it is impossible that the intention of the entrepreneur who has borrowed in order to increase investment can become effective [...] at a faster rate than the public decide to increase their savings.[64]

É evidente que Keynes afirma que é impossível que o ritmo do investimento seja inferior ao da poupança, uma vez que, como vimos antes, considera tautologicamente que investimento e poupança são sempre iguais, o que o impede de notar o efeito de distorção da estrutura produtiva do investimento financiado com base em créditos recém-criados. Persisitira a dúvida se o hipotético aumento do rendimento real, que poderia ser provocado pelo aumento do investimento, pode ou não gerar um aumento da poupança que torne possível sustentar de forma permanente os novos investimentos financiados inicialmente pela expansão de crédito.

Recordemos, porém, que Hayek demonstrou ser praticamente impossível que o aumento do rendimento provocado pela expansão de crédito, em última instância, dê origem uma poupança voluntária capaz de sustentar o investimento inicial. De fato, seria possível sustentar esse investimento por meio de um aumento posterior se, como indicamos anteriormente, *a totalidade do rendimento derivado do mesmo fosse, em última*

[64] John Maynard Keynes, *The General Theory*, ob. cit., p. 82-83 (grifos nossos). A tradução para português poderá ser: "A ideia de que a criação de crédito pelo sistema bancário permite o investimento a que não corresponde "qualquer poupança genuína" só pode ser o resultado de isolar uma das consequências do crédito bancário acrescido e excluir as demais. Se a concessão de um crédito bancário a um empresário, além dos créditos já existentes, lhe permitir adicionar algo ao investimento atual, que não existiria de outro modo, os rendimentos irão necessariamente aumentar a um ritmo que normalmente será superior o do aumento do investimento. Além disso, salvo em condições de pleno emprego, haverá um aumento do rendimento real bem como do monetário. O público exercerá uma "escolha livre" da proporção em que dividirá o aumento de rendimento entre poupança e gasto; *e é impossível que a intenção do empresário que pediu emprestado para aumentar o investimento possa se tornar efetiva a uma velocidade superior à que o público decide aumentar a poupança."*

instância, integralmente poupada pelos agentes econômicos. Isto é, se, depois de a parte do rendimento bruto sombreada do Gráfico V-6, que reflete o alongamento e alargamento artificiais da estrutura produtiva realizados com base nos novos créditos criados do nada pelo sistema bancário, chegar aos bolsos, os agentes econômicos a poupassem na íntegra. Como é óbvio, esta circunstância dificilmente se verificará, uma vez que pelo menos uma parte (e, geralmente, uma parte substancial) do novo rendimento monetário criado pelos bancos será gasta em bens e serviços de consumo, o que, de acordo com a teoria que apresentamos detalhadamente nos capítulos anteriores, levará necessariamente à reversão dos novos processos de investimento de origem monetária causando o aparecimento da crise e da recessão. Na palavras do próprio Hayek:

> *So long as any part of the additional income thus created is spent on consumers' goods (i.e. unless all of it is saved), the prices of consumers' goods must rise permanently in relation to those of various kinds of input. And this, as will by now be evident, cannot be lastingly without effect on the relative prices of the various kinds of input and on the methods of production that will appear profitable". Noutro lugar da mesma obra, Hayek conclui que: "All that is required to make our analysis applicable is that, when incomes are increased by investment, the share of the additional income spent on consumers' goods during any period of time should be larger than the proportion by which the new investment adds to the output of consumers' goods during the same period of time. And there is of course no reason to expect that more than a fraction of the new income [created by credit expansion], and certainly not as much as has been newly invested, will be saved, because this would mean that practically all the income earned from the new investment would have to be saved.*[65]

A ANÁLISE KEYNESIANA COMO TEORIA PARTICULAR

Tal como os economistas austríacos, em geral, e Mises, em particular, já demonstraram em 1928, no caso específico de haver recursos

[65] F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., pp. 378 e 394. A tradução desta passagem poderá ser a seguinte: "A única coisa necessária para que a nossa análise seja aplicável é que, quando os rendimentos aumentam como resultado do investimento, a parte do rendimento adicional gasto em bens de consumo durante qualquer período de tempo seja maior do que a proporção em que o novo investimento faça crescer a produção de bens de consumo durante esse período. E é evidente que não há razão para esperar que mais do que uma fração do novo rendimento, e certamente não tão elevada como a que foi novamente investida, seja poupada, uma vez que isso significaria que praticamente todo o rendimento obtido a partir do novo investimento teria de ser poupado." Na nota de rodapé da página 395 a referida obra enfatiza ainda mais a tese dizendo que *"the essential thing* [...] *is that we must always compare the result of investment embodied in concrete goods with the money expenditure on these goods. It is never the investment which is going on at the same time as the saving, but the result of* past *investment, that determines the supply of capital goods to which the monetary demand may or may not correspond."*

ociosos e desemprego de forma generalizada, o processo de alongamento da estrutura produtiva financiado com base em novos créditos poderá continuar sem que se verifiquem os efeitos de reversão que já estudamos até ao momento em que comece a ser escasso algum dos fatores complementares do processo produtivo.[66] No entanto, e no melhor dos casos, isto faria apenas com que a pretensa teoria *geral* de Keynes fosse uma teoria *particular*, só aplicável em circunstâncias em que a economia está nas mais profundas fases de uma depressão, por existir capacidade ociosa generalizada em todos os setores. No entanto, como vimos no capítulo anterior, a expansão de crédito daria lugar a um mau investimento generalizado dos recursos que se sobreporia aos erros cometidos anteriormente e ainda não liquidados, devido à rigidez institucional do mercado laboral e dos demais recursos produtivos. Se o novo emprego gerado nas referidas fases de depressão profunda fizer as pessoas a começar a gastar os rendimentos em bens e serviços de consumo a um ritmo mais rápido do que o da afluência de produção final de consumo ao mercado (pela escassez relativa de algum fator, ou engarrafamentos em relação a quaisquer fatores ou recursos complementares de produção), desencadear-se-iam os já conhecidos processos microeconômicos que tendem a reverter os efeitos expansivos iniciais do novo crédito bancário. Nestas circunstâncias, o emprego só poderia aumentar caso os salários reais diminuíssem, fenômeno que se verifica quando o preço dos bens e serviços de consumo começa a crescer mais depressa do que os salários.[67]

---

[66] Ludwig von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., p. 125 (p. 49 da edição original alemã de *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*). Para Roger Garrison, a verdadeira teoria *geral* seria a dos austríacos, pelo que *"Keynesian theory* (acrescentaria também a teoria monetarista) *becomes a special case of Austrian Theory"* (*Time and Money*, ob. cit., p. 250).

[67] Assinale-se que Keynes define o desemprego "involuntário" da seguinte forma: *"men are involuntarily unemployed if, in the event of a small rise in the price of wage-goods relatively to the money-wage, both the aggregate supply of labour willing to work for the current money-wage and the aggregate demand for it at that wage would be greater than the existing volume of employment."* John Maynard Keynes, *The General Theory*, ob. cit., p. 15. Esta complicada definição significa em termos simples, nada mais nada menos, que para Keynes existe "desemprego" involuntário sempre que uma diminuição dos salários relativos dê oportunidade ao aumento do emprego. No entanto, pode ocorrer uma diminuição relativa dos salários, por o trabalhador aceitar um salário nominalmente mais baixo ou, por via indireta, quando, mantendo o salário nominal constante, o trabalhador aceite trabalhar em um ambiente de subida dos preços dos bens de consumo. Não podem ser considerados, em nenhum dos casos, senão como puramente voluntário, uma vez que, no primeiro caso, o trabalhador continua desempregado porque, voluntariamente, não deseja trabalhar por um salário nominalmente mais baixo e, no segundo caso, o trabalhador só aceita trabalhar porque está se auto-iludindo, uma vez que os salário nominal se mantém, mas o valor real diminui (aceita trabalhar em uma situação em que os preços dos bens e serviços de consumo crescem mais rapidamente do que os salários). De fato, podemos considerar que todas as prescrições teóricas de Keynes se resumem a tentar diminuir o desemprego reduzindo os salários reais por via indireta de aumento da inflação, e, por conseguinte, dos preços dos bens de consumo, mantendo constantes os salários nominais. Essa prescrição falhou, não só porque os trabalhadores já não se deixam levar pela ilusão monetária e exigem aumentos nominais dos salários que, pelo menos, compensem a diminuição do poder de compra da moeda, mas também porque o "remédio" proposto, além de inútil, tem o enorme custo social das crises e recessões

A chamada eficiência marginal do capital

Outra demonstração de que a teoria de Keynes é uma teoria particular, mais do que geral, radica na definição da "eficiência marginal do capital", que, segundo o autor, é *"that rate of discount which would make the present value of the series of annuities given by the returns expected from the capital-asset during its life just equal to its supply price"*.[68] O erro mais importante de Keynes é considerar que o investimento é determinado pela "eficiência marginal do capital", tal como definida acima, *considerando que o preço de oferta do bem de capital está dado e não varia*, mesmo que se modifiquem as expectativas de lucro dos empresários. De fato, Keynes, deixando-se levar pela tradição "objetivista" da escola clássica recebida de Marshall, acredita que o preço da oferta de bens de capital não varia quando as expectativas de lucro dos empresários aumentam, uma vez que considera implicitamente que o preço é determinado, em última instância, pelo custo histórico de produção do bem de capital. Assim, Keynes agarra-se a um resto da antiga teoria objetiva do valor, de acordo com a qual o valor é determinado pelo custo. Esta doutrina, em franca regressão em relação à concepção subjetivista desenvolvida pela Escola Austríaca, foi parcialmente recuperada por Marshall, pelo menos em relação à componente da oferta dos diferentes bens e serviços.[69]

Hayek demonstrou categoricamente que toda a doutrina keynesiana da "eficiência marginal do capital" como determinante do investimento só é admissível caso se assuma que não existe escassez de bens de

---

econômicas provocadas pela expansão de crédito. Além disso, é preciso constatar que, em grande medida, as prescrições de Keynes, que consistiam em aumentar a procura efetiva por via fiscal e monetária, são as principais culpadas não só da manutenção da rigidez no mercado de trabalho, mas também do agravamento gradual, uma vez que os agentes econômicos, nomeadamente os trabalhadores e os sindicatos, habituaram-se a considerar que os ajustes nos salários reais acontecerão sempre por via de um crescimento do nível geral dos preços, Assim, a doutrina keynesiana, mais do que ter sido um "remédio" para a enfermidade, converteu-se em um fator contraproducente que a agravou. Será preciso muito tempo e muito esforço para que os agentes econômicos se habituem de novo a viver em um ambiente de estabilidade no qual o sistema de preços possa voltar a funcionar sem as inflexibilidades que o afetam hoje em dia. Sobre este tema, ver o interessante artigo de Hans-Hermann Hoppe intitulado "Theory of Employment, Money, Interest and the Capitalist Process: The Misesian Case against Keynes", cap. V de *The Economics of Ethics and Private Property*, Kluwer Academic Publishers, Londres 1993, pp. 111-138, e especialmente as pp. 124-126. Uma confusão popular muito parecida aconteceu no âmbito bancário: o público crê que os problemas financeiros são responsabilidade do banco central e não do inevitável resultado da atividade bancária com reserva fracionária. Ver, neste sentido, J.G. Hülsmann, "Has Fractional-Reserve Banking Really Passed the Market Test?", *The Independent Review,* V, 7, n.º 3, Inverno 2003, p. 416.

[68] John Maynard Keynes, *The General Theory*, p. 135. "a taxa de desconto que tornaria o valor presente da série de anuidades dada pelos rendimentos esperados do bem de capital durante a sua duração igual ao preço de oferta."

[69] *"Mr. Keynes* [...] *is presumably* [...] *under the influence of the 'real cost' doctrine which to the present day plays such a large role in the Cambridge tradition, he assumes that the prices of all goods except the more durable ones are even in the short run determined by costs."* F. A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., nota de rodapé n.º 3, p. 375.

capital e que, portanto, pode ser adquirida qualquer quantidade dos mesmos a um preço constante pré-fixado. No entanto, a não ser no caso de uma mítica economia em que não exista escassez ou que sofra de um excesso extremo de capacidade por se encontrar em um estado profundo de gravíssima depressão, na vida real existe sempre um momento a partir do qual, pelo menos um dos bens complementares necessários para produzir o bem de capital, começa a ser relativamente escasso e os empresários, ao esperarem obter lucros, aumentarão o valor que estão dispostos a pagar pelo tal bem até o nível em que a eficiência ou produtividade marginal do capital seja igual à taxa de juro. Ou seja, como diz Hayek, a concorrência entre os empresários os levará, em última instância, a fazer subir o preço de oferta dos bens de capital, precisamente até o patamar em que coincida com o valor descontado (pela taxa de juro) da produtividade marginal do equipamento em questão, de forma que a "eficácia marginal do capital" tenderá sempre a coincidir com a taxa de juro.[70] É precisamente nisto que consiste a teoria austríaca da influência da taxa de juro sobre a estrutura produtiva, que já explicamos anteriormente no capítulo V. De fato, sabemos que a taxa de juro é o preço dos bens presentes em função do bens futuros e que tende a se manifestar ao longo da estrutura produtiva na forma do diferencial contábil de lucro que surge entre as diferentes etapas do processo produtivo. Ou seja, a taxa de juro se manifesta pela diferença entre receitas e despesas incorridas em cada etapa, pelo que existe sempre uma tendência inexorável para que os lucros de cada etapa sejam equivalentes à taxa de juro (ou seja, o custo de produção de cada etapa tender a igualar-se ao valor descontado da produtividade marginal).

A crítica de Keynes a Mises e Hayek

Assim, não faz qualquer sentido a crítica explícita que Keynes faz a Mises e Hayek nas páginas 192-193 de *The General Theory*. Keynes os acusa de confundir indevidamente a taxa de juro com a eficiência marginal do capital. Como sabemos, para os austríacos a taxa de juro é determinada autonomamente por escalas valorativas de preferência temporal (oferta e procura de bens presentes em troca de bens futuros) e a produtividade ou eficiência marginal do capital afeta apenas o valor atual dos bens de capital. No mercado, o preço (custo) dos bens de capital tende a equivaler-se ao valor, descontado pela taxa de juro, do fluxo futuro de rendimentos ou do conjunto de valores de produtividade marginal do

[70] *"Entrepreneurs will still tend to bid up the prices of the various kinds of input to the discounted value of their respective marginal products, and, if the rate at which they can borrow money remains unchanged, the only way in which this equality between the price of the input and the discounted value of its marginal product can be restored, is evidently by reducing that marginal product."* F. A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 383.

equipamento capital. Por isso, de acordo com os austríacos, a produtividade marginal do capital tende a seguir os juros e não o contrário, e só em equilíbrio (que nunca se alcança em vida real) se tornam iguais. O erro de Keynes radica, como já vimos, em não considerar que o preço de compra dos bens de capital variará quando aumentam as expectativas de lucro ou a produtividade decorrente das mesmas, como acontece na realidade e como os economistas austríacos sempre consideraram na análise. Por isso, quando Keynes se atreve a afirmar que os economistas austríacos "confundem" os juros com a produtividade marginal do capital, está fazendo uma distorção escandalosa dos fatos.[71]

Crítica do multiplicador keynesiano

A razão destes erros de Keynes encontra-se na sua carência de uma teoria do capital que lhe permita entender de que forma a poupança se converte em investimento por intermédio de um conjunto de processos microeconômicos que ignora completamente. Assim, não surpreende que seja simplesmente incapaz de compreender o argumento hayekiano e que, quando se refere às escolas do pensamento econômico que, como a austríaca, analisam as consequências da expansão de crédito sobre a estrutura produtiva, conclua que: "*I can make no sense at all of these schools of thought*".[72] A ausência de uma teoria do capital adequada explica também o fato de Keynes ter desenvolvido um concepção mecanicista do multiplicador do investimento, que define como a inversa de um menos a propensão marginal para o consumo, de forma que, quanto maior for a propensão marginal para o consumo, maior será o crescimento do rendimento nacional produzido como

---

[71] Isso mesmo lhe disse, entre outros, Denis H. Robertson que, no comentário crítico a *The General Theory*, escreveu ao próprio Keynes que: *"I don't think these pages (192-193) are at all a fair account of Hayek's own exposition. In his own queer language he is saying that the fall in the rate of interest will so much increase the demand price for machines (in spite of the fall in the price of their products) as to make it profitable to produce more machines."* Ver a carta de Denis H. Robertson a John Maynard Keynes datada de 3 de fevereiro de 1935 e reproduzida nas pp. 496 e ss do vol. XIII já citado de *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (a citação encontra-se na p. 504). O próprio Keynes reconheceu, na sua correspondência com Robertson (20 de Fevereiro de 1935), ter interpretado mal Hayek nos parágrafos mencionados, respondendo a Robertson: "*Thanks for the reference to Hayek which I will study. I do not doubt that Hayek says somewhere the opposite to what I am here attributing to him*" (*ibidem*, p. 519). No entanto, Keynes não teve suficiente honestidade intelectual para corrigir o manuscrito antes da sua publicação definitiva em 1936. Por outro lado, Ludwig M. Lachmann, comentando a crítica de Keynes a Mises e Hayek, incluída nas pp. 192 e 193 da *The General Theory,* onde Keynes conclui que *"Professor von Mises and his disciples have got their conclusions exactly the wrong way round"*, afirma que: *"In reality, however, the Austrians were merely following Wicksell in drawing a distinction between the 'natural rate of interest' and the money rate, and Keynes' own distinction between marginal efficiency of capital and the latter is exactly parallel to it. The charge of simple confusion of terms is groundless."* Ludwig M. Lachmann, "John Maynard Keynes: A View from an Austrian Window", *South African Journal of Economics*, n.º 51 (3), pp. 368-379, e em especial as pp. 370-371.

[72] John Maynard Keynes, *The General Theory*, ob. cit., p. 329. Como vimos, autores monetaristas como Hawtrey e Meltzer reconheceram expressamente o mesmo.

resultado de um aumento do investimento. No entanto, o multiplicador do investimento baseia-se em um argumento puramente matemático que é contrário à lógica econômica mais elementar da teoria do capital. De fato, de acordo com o multiplicador, qualquer aumento da expansão de crédito dará lugar a um aumento do rendimento nacional real em uma proporção que será determinada pela inversa da propensão marginal para a poupança (um menos a propensão marginal para o consumo). Assim, de acordo com a lógica keynesiana, quanto menos se poupar, mais vezes multiplicará o rendimento real. Nós, pelo contrário, sabemos que o automatismo matemático que subjaz ao conceito do multiplicador não tem qualquer relação com os processos reais ocorridos na estrutura produtiva. A expansão de crédito dará origem a investimento que, por sua vez, dará lugar a um aumento do preço dos fatores de produção e, mais tarde, a um aumento mais do que proporcional do preço dos bens e serviços de consumo. Embora o rendimento bruto aumente em termos monetários como consequência da injeção de moeda nova criada pelo sistema bancário, o multiplicador, dado o caráter mecânico e macroeconômico, *é incapaz de refletir os efeitos de distorção que a expansão acaba sempre por provocar na estrutura produtiva* e, por conseguinte, oculta o mau investimento generalizado dos recursos que, a longo prazo, empobrece (e não enriquece, como acredita Keynes) toda a sociedade. Desta forma, podemos concluir tal como Gottfried Haberler que o multiplicador:

> *turns out to be not an empirical statement which tells us something about the real world, but a purely analytical statement about the consistent use of an arbitrarily chosen terminology —a statement which does not explain anything about reality* [...] *Mr. Keynes' central theoretical idea about the relationships between the propensity to consume and the multiplier, which is destined to give shape and strength to those observations, turns out to be not an empirical statement which tells us something interesting about the real world, but a barren algebraic relation which no appeal to facts can either confirm or disprove.*[73]

[73] Gottfried Haberler, "Mr. Keynes' Theory of the 'Multiplier': A Methodological Criticism", publicado originalmente em *Zeitschrift für Nationalökonomie*, n.º 7, ano 1936, pp. 299-305, e reeditado em inglês como cap. XXIII do livro *Selected Essays of Gottfried Haberler*, Anthony E. Koo (ed.), The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1985, pp. 553- 560, e especialmente as pp. 558-559. A tradução para português seria: "o multiplicador keynesiano não é uma proposição empírica que diga algo sobre o mundo real, mas uma proposição puramente analítica sobre o uso consistente de uma terminologia arbitrariamente escolhida que não explica nada sobre a realidade […] A ideia teórica central do Sr. Keynes sobre as relações entre a propensão para o consumo e o multiplicador, que é destinada a dar forma e força a essas observações, acaba por se tornar não uma proposição empírica que nos diz algo interessante sobre o mundo real, mas uma estéril relação algébrica que nenhuma comparação com os fatos pode confirmar ou invalidar." É curioso constatar que o monetarista Hawtrey foi um precursor de Keynes no desenvolvimento da teoria

Por outro lado, Hayek, desde a contundente crítica que fez aos dois volumes de *A Treatise on Money* (1930) de Keynes, acusou este autor de não levar em conta a teoria do capital e do juro, particularmente o trabalho desenvolvido por Böhm-Bawerk e os demais teóricos da Escola Austríaca.[74] Segundo Hayek, isto explicava o fato de Keynes não considerar a existência de diferentes etapas na estrutura produtiva (tal como Clark e, mais tarde, Knight) e de, em última instância, não notar que a decisão essencial dos empresários não é se devem investir em bens de consumo ou em bens de capital, mas *se devem investir em processos produtivos que darão origem a bens de consumo em um período de tempo mais ou menos distante no futuro*. Assim, considerar uma estrutura produtiva constituída apenas por duas etapas (uma de bens de consumo e outra de bens de capital), sem ter em conta a dimensão temporal da segunda, nem as etapas sucessivas em que se divide, é o que faz com que Keynes caia no erro do "paradoxo da poupança ou frugalidade", cuja falaz defesa teórica já demonstramos no capítulo V.[75]

Desta forma, os teóricos keynesianos carecem de uma teoria que explique a recorrência das crises em uma economia de mercado intervencionada (ou seja, na qual não sejam respeitados os princípios tradicionais do direito). Estes teóricos atribuem as crises simplesmente a "colapsos repentinos" na procura provocados por comportamentos irracionais dos empresários ou por uma perda súbita de confiança e optimismo por parte dos agentes econômicos. Além disso, as suas análises ignoram que as crises são uma consequência en-

---

do multiplicador, tal como explica Robert B. Dimand em "Hawtrey and the Multiplier", *History of Political Economy*, vol. 29, nº 3, outono de 1997, pp. 549-556.

[74] A crítica de Hayek às teorias monetárias incluídas por Keynes em *Treatise* ocupa três artigos: "Reflexions on *The Pure Theory of Money* of Mr. J. M. Keynes (1)", publicado em *Economica*, vol. XI, n.º 33, Agosto de 1931, pp. 270-295; "A Rejoinder to Mr. Keynes", *Economica*, vol. XI, n.º 34, Novembro de 1931, pp. 398-403; e finalmente, "Reflexions on *The Pure Theory of Money* of Mr. J.M. Keynes (continued) (2)", também publicado em *Economica*, vol. XII, n.º 35, Fevereiro de 1932, pp. 22-44. Estes artigos e as correspondentes respostas de Keynes foram reeditados em *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, John Cunningham Wood and Ronald N. Woods (eds.), Routledge, Londres 1991, pp. 1-86. No primeiro destes artigos (Wood e Woods (eds.), ob. cit., p. 7), Hayek conclui que o problema básico de Keynes é de tipo metodológico e centra-se no fato de os agregados macroeconômicos em que baseia a sua análise encobrirem os processos de natureza microeconômica que são essenciais para entender as alterações ocorridas na estrutura produtiva.

[75] Recorde-se que o próprio John Maynard Keynes reconheceu expressa e publicamente perante Hayek que carecia de una teoria do capital adequada, coando afirmou que: *"Dr. Hayek complains that I do not myself propound any satisfatory theory of capital and interest and that I do not build on any existing theory. He means by this, I take it, the theory of capital accumulation relatively to the rate of consumption and the fators which determine the natural rate of interest. This is quite true; and I agree with Dr. Hayek that a development of this theory would be highly relevant to my treatment of monetary matters and likely to throw light into dark corners."* John Maynard Keynes, "The Pure Theory of Money: A Reply to Dr. Hayek", *Economica*, vol. XI, n.º 34, Novembro de 1931, p. 394 (p. 56 da edição de Wood e Woods já citada).

dógena do próprio processo de expansão de crédito que começa por alimentar o *boom*. Ao contrário do teóricos da "macroeconomia", monetaristas, os keynesianos acreditam que o efeito das políticas de expansão monetária é relativamente pequeno quando comparado com o da política fiscal, pelo que preconizam um aumento do procura efetiva estimulado diretamente pela despesa pública. Não compreendem que tal política dificulta ainda mais o processo de reajustamento da estrutura produtiva, agravando a situação das etapas mais afastadas do consumo, que, como consequência dos "remédios" keynesianos, podem chegar a experimentar dificuldades maiores para se financiarem de forma permanente com base na poupança voluntária. No que diz respeito à possibilidade de, mediante políticas keynesianas, ser possível absorver o desemprego, a longo prazo, tal só acontecerá se trabalhadores e sindicatos caírem na armadilha da ilusão monetária e mantenham os s salários nominais mesmo em um ambiente inflacionário no qual os preços dos bens e serviços de consumo aumentem rapidamente. A experiência demonstrou que o "remédio keynesiano" para absorver o desemprego (reduzir os salários reais por meio do aumento do nível geral dos preços) não resultou: os trabalhadores aprenderam a pedir aumentos dos salários que os compensem pelo menos da diminuição do poder de compra do dinheiro, pelo que a expansão de crédito e a demanda efetiva defendidas pelos keynesianos perderam gradualmente a sua capacidade de gerar emprego, uma vez que se verificou que criavam distorções cada vez mais graves na estrutura produtiva. Chegou até a ocorrer uma etapa de profunda depressão altamente inflacionária (*estagflação*) depois da crise de finais do anos 1970. Foi a principal contribuição empírica para a invalidação toda a teoria keynesiana.[76]

[76] Este não é o lugar apropriado para efetuar uma crítica exaustiva do restante das doutrinas keynesianas, e em particular da sua concepção de taxa de juro como fenômeno estritamente monetário determinado pela oferta de moeda e pela "preferências por liquidez". No entanto, sabemos que a oferta e a demanda de moeda determinam o preço ou poder de compra e não a taxa de juro, como acredita Keynes se centrando, única e exclusivamente, nos efeitos a curtíssimo prazo da expansão de crédito sobre o mercado de créditos. (Além do que, com a sua teoria da preferência pela liquidez, Keynes cai no raciocínio circular próprio da análise funcional dos economistas matemáticos. Efetivamente, primeiro afirma que a taxa de juro é determinada pela demanda de moeda ou preferência pela liquidez e depois que, por sua vez, esta depende da taxa de juro.) Um dos maiores absurdos da doutrina keynesiana é o de pressupor que os agentes econômicos primeiro decidem que quantidade a consumir, depois que parte do que decidiram poupar irão dedicar a aumentar os saldos de caixa e, mais tarde que parte irão dedicar ao investimento. Contudo, a escolha entre as três possibilidades, consumo, investimento e aumento dos saldos de caixa, é *simultânea*. Assim, o aumento da quantidade de dinheiro entesourado por cada agente econômico poderá provir de qualquer das três possibilidades seguintes: a) de fundos anteriormente dedicados ao consumo; b) de fundos anteriormente dedicados ao investimento; e c) de qualquer combinação dos anteriores. É evidente que no caso de a), se produzirá uma diminuição da taxa de juro, no caso de b), um aumento e, no caso de c), a taxa de juro poderá permanecer inalterada. Desta forma, não existe uma relação direta entre a preferência por liquidez ou demanda de moeda e a taxa de juro. Um aumento da demanda de moeda pode deixar a taxa de juro inalterada, no caso de a relação entre o valor atribuído aos bens presentes e aos bens

Assim, é inevitável concluir, tal como Hayek, que as doutrinas de John Maynard Keynes nos levam:

> *back to the pre-scientific stage of economics, when the whole working of the price mechanism was not yet understood, and only the problems of the impact of a varying money stream on a supply of goods and services with given prices aroused interest”.*[77]

De fato, os remédios keynesianos de aumento da demanda efetiva e de expansão de crédito estão longe de evitar o desemprego. Pelo contrário, agravam-no irremediavelmente, uma vez que têm como consequência a distribuição errada dos fatores de produção e do emprego ao longo de um conjunto de etapas da estrutura produtiva que os consumidores não desejam manter a longo prazo.[78]

---

futuros (preferência temporal) não variar. Ver: Murray N. Rothbard. *Man, Economy, and State*, ob. cit., p. 690. Um inventário de toda a bibliografia crítica relevante sobre a teoria keynesiana, juntamente com diversos artigos sobre diferentes aspectos da mesma, pode ser encontrado em *Dissent on Keynes: A Critical Appraisal of Keynesian Economics*, Mark Skousen (ed.), Praeger, Nova York e Londres 1992. Quanto às possibilidades preconizadas por Keynes de que a completa socialização do investimento possa acabar com o desemprego “secular”, seria diretamente aplicável o teorema da impossibilidade do cálculo econômico socialista como tão bem ilustra o esmagador mau investimento generalizado acumulado durante décadas pelos países socialistas do leste europeu.

[77] F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., pp. 409-410. Esta passagem poderia ser traduzida da seguinte forma: “As doutrinas de Keynes fazem-nos voltar à fase pré-científica da economia, na qual o funcionamento do sistema de preços ainda não era compreendido e só se prestava atenção aos problemas decorrentes do impacto das variações na corrente monetária sobre uma oferta de bens e serviços com preços atribuídos.” E Hayek conclui: *“It is not surprising that Mr. Keynes finds his views anticipated by the mercantilist writers and gifted amateurs: concern with the surface phenomena has always marked the first stage of the scientific approach to our subject. But it is alarming to see that after we have once gone through the process of developing a systematic account of those forces which in the long run determine prices and production, we are now called upon to scrap it, in order to replace it by the shortsighted philosophy of the business man raised to the dignity of a science. Are we not even told that, ‘since in the long run we are all dead’, policy should be guided entirely by short-run considerations? I fear that these believers in the principle of* après nous le déluge *may get what they have bargained for sooner than they wish”* (p. 410).

[78] A principal crítica de Hayek à macroeconomia (tanto na versão keynesiana como monetarista) é a de que, ao trabalhar com macro-agregados, os defensores não levam em conta os efeitos microeconômicos negativos da expansão de crédito, que provoca, como já vimos, uma má distribuição dos recursos e, em última instância, crises e desemprego. Além disso, ao supor, como acontece no campo keynesiano, que todos os fatores se encontram disponíveis em excesso (por existir capacidade ociosa e desemprego dos recursos), *tende-se a ignorar o sistema de preços cujo funcionamento não é necessário, convertendo-se assim em uma redundância indeterminada e ininteligível*. Se tudo for determinado por funções macro-agregadas, a teoria tradicional de determinação dos preços relativos ao nível microeconômico e a teoria do capital, do juro e da distribuição, que constituem o eixo da teoria econômica, tornam-se ininteligíveis. Infelizmente houve, como aponta Hayek, toda uma geração de economistas que não aprendeu senão a macroeconomia keynesiana (*“I fear the theory will still give us a lot of trouble: it has left us with a lost generation of economists who have learnt nothing else”*; F.A. Hayek, “The Campaign against Keynesian Inflation”, em *New Studies*, ob. cit., p. 221). Hayek considera que Keynes tinha consciência da debilidade do próprio esquema teórico e assinala que, na última vez que o viu com vida, lhe perguntou se não começava a ficar preocupado com o mau uso que a maioria dos discípulos estavam fazendo de suas teorias: *“His reply was that these theories had been greatly needed in the 1930s; but if these theories should ever become harmful, I could be assured that he*

Crítica do princípio do "acelerador"

A nossa teoria sobre o impacto da expansão de crédito na estrutura produtiva baseia-se em uma teoria do capital que explicamos detidamente no capítulo V. De acordo com esta teoria, o "alongamento" saudável e permanente da estrutura produtiva só poder ser efetuado caso tenha se verificado anteriormente um aumento da poupança. Por isso, torna-se necessário criticar o chamado "princípio do acelerador", desenvolvido pela escola keynesiana e segundo o qual, ao contrário do previsto pela nossa teoria, todo o aumento do consumo dá origem a um aumento *mais do que proporcional* do investimento.

De fato, de acordo com o princípio do acelerador, um aumento na demanda de bens e serviços de consumo provoca um grande aumento da demanda de bens de capital. O argumento se baseia na noção de que existe uma "proporção fixa" entre a produção de bens de consumo e o número de máquinas necessárias para os produzir. Assim, qualquer aumento da procura de bens e serviços de consumo dá lugar a um aumento proporcional do número de máquinas necessárias para produzi-los. Comparando este número de máquinas com a demanda habitual para compensar a normal depreciação, verifica-se um aumento da demanda de bens de capital muito mais do que proporcional do que aumento da demanda de bens e serviços de consumo.[79]

---

would quickly bring about a change in public opinion" (F.A. Hayek, "Personal Recollections of Keynes and the Keynesian Revolution", em *New Studies*, ob. cit., p. 287). Hayek diz que duas semanas depois Keynes morreria sem ter tido tempo de modificar o curso dos acontecimentos e culpa-o de ter chamado teoria *geral* a um equivocado esquema conceitual que, como acabou por reconhecer o próprio autor, tinha sido concebido *ad hoc* pensando em circunstâncias particulares dos anos 1930. Atualmente, os chamados "novos macroeconomistas keynesianos" (Stiglitz, Shapiro, Summers, Romer, etc.) estão centrando na análise das inflexibilidades monetárias e reais que observam no mercado, mas continuam sem compreender que as mesmas e os principais efeitos são criados e agravados precisamente como consequência da expansão de crédito e da intervenção governamental, e sem reconhecer que existem forças microeconômicas espontâneas no mercado, que, na ausência de intervenções governamentais, tendem a reverter, coordenar e sanear os desajustamentos ao longo do processo de crise, recessão e recuperação. Sobre os novos keynesianos, ver, ainda, a nota 93 adiante.

[79] Samuelson dá o seguinte exemplo para ilustrar o princípio do acelerador: *"Imagine a typical textile firm whose stock of capital equipment is always kept equal to about 2 times the value of its yearly sales of cloth. Thus, when its sales have remained at $30 million per year for some time, its balance sheet will show $60 million of capital equipment, consisting of perhaps 20 machines of different ages, with 1 wearing out each year and being replaced. Because replacement just balances depreciation, there is no net investment or saving being done by the corporation. Gross investment takes place at the rate of $3 mil- lion per year, representing the yearly replacement of 1 machine.* [...]. *Now let us suppose that, in the fourth year, sales rise 50 per cent—from $30 to $45 million. Then the number of machines must also rise 50 per cent, or from 20 to 30 machines. In that fourth year, instead of 1 machine, 11 machines must be bought—10 new ones in addition to the replacement of the worn-out one. Sales rose 50 per cent. How much has machine production gone up? From 1 machine to 11; or by 1,000 percent!* (Samuelson, *Economics*, 11.ª ed., McGraw-Hill, 1980], Nova York pp. 246–47)

Segundo o princípio do acelerador, o aumento da demanda de bens e serviços de consumo não só provoca um aumento tremendamente amplificado da demanda de bens de capital, mas também, e caso queira manter a demanda de bens de capital, há a necessidade de que a demanda de bens e serviços de consumo continue a crescer a um ritmo cada vez mais acelerado. Isto acontece porque uma demanda de bens e serviços de consumo estável, ou seja, que não aumente, levará a uma grande contração na demanda de bens de capital, que voltará ao nível da simples reposição. Assim, o princípio do acelerador assenta como uma luva às prescrições keynesianas de expansão do consumo ilimitada e da demanda agregada: de fato, de acordo com a doutrina do acelerador, um aumento do consumo gera um grande crescimento do investimento, e a poupança não tem qualquer importância! Desta forma, o princípio do acelerador atua como um falso substituto da teoria do capital que falta ao modelo keynesiano, tranquiliza a consciência teórica dos defensores e reforça a crença de que a poupança voluntária é contraproducente e desnecessária para o desenvolvimento econômico ("paradoxo da poupança ou frugalidade"). Daí que seja muito importante demonstrarmos de forma detalhada os erros e falácias em que se fundamenta.[80]

A teoria baseada no acelerador não só não tem em consideração os princípios mais elementares da teoria do capital, como se desenvolve de acordo com uma concepção mecanicista e automática e completamente falaz da economia. Analisemos uma a uma as razões que nos levam a fazer esta afirmação.

Em *primeiro lugar*, a teoria do acelerador ignora o funcionamento real do processo empresarial do mercado e parte do pressuposto de que as atividades empresariais não são mais do que uma resposta cega e automática aos impulsos momentâneos experimentados na procura de bens e serviços de consumo. No entanto, os empresários não são autômatos nem atuam de forma mecânica. Pelo contrário, preveem o curso dos acontecimentos e, para obter lucros, atuam em função do que acreditam que irá acontecer. *Assim, não existe qualquer mecanismo transmissor que, de forma mecânica e momentânea, determine que, depois de um aumento da procura de bens e serviços de consumo, ocorra um aumento imediato e proporcional da demanda de bens de capital.* Pelo contrário, tendo em conta possíveis variações na demanda de bens e serviços de consumo, os empresários costumam possuir uma determinada quan-

[80] Antecedentes do "principio do acelerador" podem ser encontrados nos trabalhos de K. Marx, Albert Aftalion, J.M. Clark, AC Pigou e R.F. Harrod. Ver P.N. Junankar, "Acceleration Principle", em *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, John Eatwell, Murray Milgate e Peter Newman (eds.), vol. 1, Macmillan, Londres 1987, pp. 10-11.

tidade de capacidade ociosa em forma de bens de capital, que lhes permite fazer frente a aumentos súbitos da procura. O princípio do acelerador perde grande parte da consistência se, como acontece na vida real, as empresas mantiverem um determinado volume de bens de capital de reserva.

Assim, é óbvio que o princípio do acelerador só teria razão de ser se existisse uma ocupação completa e absoluta dos bens de capital, de tal forma que não fosse possível obter qualquer aumento da produção de bens de consumo sem um aumento do número de máquinas. No entanto, e em *segundo lugar*, a grande falácia do princípio do acelerador é que se baseia na existência de proporções fixas e imutáveis entre os bens de capital, o fator trabalho e a produção de bens e serviços de consumo. O princípio do acelerador *ignora completamente que, com proporções e combinações muito diferentes de capital fixo, capital variável e, sobretudo, de fator trabalho*, *pode ser obtido o mesmo resultado em termos de bens e serviços de consumo.* A combinação específica a ser eleita em cada caso pelo empresário da estrutura produtiva depende dos preços relativos. Desta forma, assumir que existem proporções fixas entre a produção de bens e serviços de consumo e os bens de capital necessários para os elaborar não só constitui um erro, como contraria o funcionamento dos princípios essenciais da teoria dos preços no mercado de fatores produtivos. De fato, como vimos ao analisar o "Efeito Ricardo", uma diminuição do preço relativo do fator trabalho fará com que os bens e serviços de consumo sejam produzidos de forma mais trabalho-intensiva, ou seja, utilizando relativamente menos bens de capital; e vice-versa, um aumento do custo relativo do fator trabalho levará ao aumento relativo da utilização dos bens de capital. Ao pressupor a existência de proporções fixas entre os fatores produtivos, o princípio do acelerador ignora completamente o papel da função empresarial, do sistema de preços e da mudança tecnológica nos processos de mercado.

Além disso, em *terceiro lugar*, mesmo admitindo, para efeitos dialéticos, a existência de proporções fixas entre o consumo e o equipamento capital utilizado e, até, que não existe qualquer capacidade ociosa nos bens de capital, devemos nos perguntar o seguinte: *como é possível que se aumente a produção de bens de capital sem que, ao mesmo tempo, se verifique a existência a necessária poupança para financiar esse investimento?* É uma contradição lógica insolúvel pensar que o aumento na demanda de bens e serviços de consumo irá dar lugar a um aumento automático e momentâneo muito mais do que proporcional na produção de bens de capital, uma vez que, na ausência de excesso

de capacidade, a produção destes bens só é possível graças a um crescimento da poupança voluntária, que implicará, forçosamente, uma diminuição momentânea da demanda de bens de consumo (o que, evidentemente, contradiz o ponto de partida da teoria do acelerador). Assim, a teoria do acelerador viola os princípios mais elementares da teoria do capital.

Em *quarto lugar*, é preciso reconhecer que a única possibilidade financiar um investimento em bens de capital, mais que proporcional ao aumento da demanda de bens de consumo, consiste na criação e manutenção de uma forte expansão de crédito. Ou seja, em última instância, o princípio do acelerador pressupõe o aumento da expansão de crédito necessário para estimular um investimento fortemente exagerado em bens de capital. E já conhecemos os efeitos da tal expansão de crédito sobre a estrutura produtiva e de que forma o sistema de preços relativos limita a expansão e leva forçosamente a uma reversão, que se manifesta em forma de crise e recessão.[81]

Em *quinto lugar*, é absurdo pensar que uma elevação na demanda de bens e serviços de consumo provoca um aumento instantâneo da produção de bens de capital. Pelo contrário, sabemos que na etapa do *boom*, financiada pela expansão de crédito, as empresas e setores industriais que se dedicam à produção de bens de capital *trabalham em capacidade máxima*. Os pedidos se acumulam e as empresas não são capazes de responder ao aumento da demanda, exceto com desfasagens temporais muito pronunciadas e aumentos do preço dos bens de capital muito significativos. Por isso, é impossível imaginar que ocorra um aumento na produção de bens de capital tão rápido como o pressuposto pelo princípio do acelerador.

Em *sexto lugar*, a teoria do acelerador baseia-se em um raciocínio mecanicista curioso, no qual se pretende relacionar o aumento da demanda de bens e serviços de consumo, medida em *termos monetários*, com um aumento, em *termos físicos*, da procura de bens de capital. No entanto, as decisões empresariais nunca são tomadas por meio da comparação de magnitudes monetárias com magnitudes físicas, mas sim comparando receitas e despesas estimadas exclusivamente em termos monetários. Pensar que é possível comparar magnitude heterogêneas é absurdo e torna o cálculo econômico em-

[81] *"If, for the sake of argument, we were ready to admit that capitalists and entrepreneurs behave in the way that the disproportionality doctrines describe, it remains inexplicable how they could go on in the absence of credit expansion. The striving after such additional investments raises the prices of the complementary fators of production and the rate of interest on the loan market. These effects would curb the expansionist tendencies very soon if there were no credit expansion."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 586.

presarial impossível. É evidente que se o preço dos bens de capital começar a aumentar, as decisões empresariais não poderão se materializar mecanicamente em "proporções fixas" de fatores produtivos. Os empresários terão de levar em conta e seguir muito de perto a evolução dos custos para determinarem até que ponto a produção continuará a efetuar-se nas antigas proporções ou começar a utilizar uma proporção maior de outros fatores alternativos, e em concreto, do fator trabalho.[82]

Em *sétimo lugar*, William Hutt demonstrou que toda a teoria do acelerador se baseia na escolha de um período de tempo de análise puramente arbitrário.[83] De fato, porquê escolher um período anual para computar o pretenso aumento em termos relativos da procura de bens de capital? Quanto mais reduzido for o período de tempo escolhido, mais "amplificado" parecerá o pretenso aumento automático da demanda de máquinas gerado por toda a proporção fixa entre a produção de bens e serviços de consumo e bens de capital. No entanto, se considerarmos um período de tempo mais prolongado, por exemplo, o da própria duração estimada da máquina, as grandes oscilações que parecem decorrer do princípio do acelerador desaparecem completamente. Por outro lado, este critério de considerar períodos mais longos é o que é sempre adotado pelos empresários, que costumam aumentar a demanda de bens de capital acima do estritamente necessário para produzir bens de consumo, com vista a poder fazer frente a aumentos momentâneos da produção que sejam necessários no futuro. Assim, considerando o conjunto da sociedade e as expectativas empresariais, os aumentos da demanda de bens de capital nas etapas mais próximas do consumo são muito mais ligeiros do que a doutrina do princípio do acelerador quer fazer crer. Em síntese, o princípio do acelerador baseia-se em um raciocínio falacioso e mecanicista que ignora os mais elementares princípios do processo econômico e, em particular, a natureza da função empresarial. O funcionamento e os efeitos do sistema de preços, a possibilidade de substituir uns fatores produtivos por outros, os aspectos mais básicos da teoria do capital e da análise da estrutura produtiva e, por fim, os princípios microeconômicos que regulam a relação entre a poupança e o alongamento da estrutura produtiva são completamente ignorados pela doutrina do acelerador.[84]

---

[82] Ver, por exemplo, o interessante trabalho de Geoffrey M. Herbener, "The Myths of the Multiplier and the Accelerator", cap. IV de *Dissent on Keynes*, ob. cit., pp. 63-88, e especialmente as pp. 84-85.

[83] William H. Hutt, *The Keynesian Episode: A Reassessment*, Liberty Press, Indianápolis 1979, pp. 404-408.

[84] Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 759-764.

4
A TRADIÇÃO MARXISTA E A TEORIA AUSTRÍACA DO CICLO ECONÔMICO. A REVOLUÇÃO NEO-RICARDIANA E A POLÊMICA SOBRE O *RESWITCHING*

Na sua análise crítica do capitalismo, Karl Marx adota a concepção objetivista da escola clássica sobre a existência de duas únicas etapas no processo produtivo (a de consumo e a de produção) e dois fatores de produção (o capital e o trabalho). No entanto, no Prefácio que Friedrich Engels escreveu para o terceiro volume de *O Capital* de Kal Marx, são referidas, explicitamente, as diferentes etapas do processo produtivo, de forma semelhante à Escola Austríaca, embora Engels utilize este argumento com o objetivo de ilustrar melhor a pretensa injustiça do sistema econômico capitalista. De fato, Engels diz-nos que:

> The capitalistic sellers, i.e., the raw material producer, the manufacturer, the wholesale trader and the retailer, make a profit in their businesses by each selling dearer than he buys, i.e., by increasing the price that his commodities cost him by a certain percentage. Only the worker is unable to obtain an additional value of this kind, for his unfortunate position vis-a-vis the capitalist compels him to sell his labour for the same price that it costs him himself, i.e., for the means of subsistence that he needs.[85]

Estas considerações de Engels foram mais tarde ampliadas e reelaboradas pelo teórico marxista Mijail Ivanovich Tugan-Baranovsky para desenvolver uma teoria das crises econômicas baseada no fenômeno da "superprodução" nas etapas de investimento, que, como já vimos, está intimamente ligado à teoria austríaca do ciclo econômico que apresentamos neste livro. De fato, embora Tugan-Baranovsky não seja capaz de identificar a origem monetária (expansão de crédito) do excesso de investimento e da descoordenação entre as diferentes etapas do processo produtivo, sua análise é bastante correta do ponto de vista da teoria do capital, tendo sido reconhecida pelo próprio Hayek como um antecedente da teoria austríaca do ciclo econômico.[86]

---

[85] Friedrich Engels, Prefácio da edição inglesa del vol. III de *El capital*, reedição de Penguin Books, Inglaterra, 1981, p. 99. A tradução desta passagem poderia ser: "Os vendedores capitalistas, tais como o produtor de matérias primas, o fabricante, o grossista e o retalhista, obtêm lucros nas suas transações acrescentando uma percentagem ao preço que pagaram. O trabalhador é o único que não pode aumentar o valor do produto, pois é obrigado, dada a sua condição de oprimido, a vender a sua força de trabalho ao capitalista pelo preço correspondente ao custo de produção, ou seja, para garantir a subsistência."

[86] A referência explícita a Tugan-Baranovsky por parte de Hayek encontra-se em *Prices and Production*, ob. cit., p. 103, e também em *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 426. Ver, ainda, cap. VI, n.º 16.

Assim, não surpreende que um autor de clara orientação marxista como Howard J. Sherman tenha defendido a tese de que a teoria de Hayek sobre o surgimento cíclico de desproporcionalidades nas diferentes etapas do processo produtivo encaixa perfeitamente no esquema teórico marxista, que, tradicionalmente tem vindo a referir-se à existência de uma tendência para que se gerem desproporcionalidades significativas entre os diferentes setores industriais do sistema capitalista. Como era de esperar, o objetivo era, não demonstrar os efeitos negativos da expansão de crédito e da política monetária dos governos e dos bancos centrais sobre a estrutura produtiva, mas apenas ilustrar a pretensa instabilidade inerente ao sistema capitalista.[87]. De acordo com a Escola Austríaca, o erro dos marxistas, não está radicado no diagnóstico dos sintomas da enfermidade (bastante adequado), mas na análise das causas, que para os austríacos se encontram na expansão de crédito que deriva do descumprimento dos princípios do Direito no contrato de depósito bancário de moeda (coeficiente de reserva fracionário).

Por outro lado, a polêmica sobre a escola neo-ricardiana e a escola neoclássica em torno das possibilidades da reversão técnica (*technique reswitching*) pode também ser interpretada de forma favorável à teoria austríaca do ciclo econômico. De fato, não só as discussões sobre o *reswitching* insistiram no caráter heterogêneo e complementar dos diferentes bens de capital (na mais pura tradição austríaca), contra a concepção neoclássica do capital como um fundo homogêneo, como os austríacos em geral e Hayek em particular demonstraram desde o início que o alongamento da estrutura produtiva poderia provocar, em muitas ocasiões, casos aparentemente paradoxais de *reswitching* que, no entanto, quando interpretados prospectivamente eram apenas mais uma manifestação do processo normal de alongamento da estrutura produtiva.[88]

O salto entre duas técnicas alternativas de produção de acordo com a variação contínua da taxa de juro, que tanto tem inquietado

[87] Ver o livro de Howard J. Sherman, *Introduction to the Economics of Growth, Unemployment and Inflation*, Appleton, Nova York 1964, e especialmente a p. 95.

[88] *"It is evident and has usually been taken for granted that methods of production which were made profitable by a fall of the rate of interest from 7 to 5 per cent may be made unprofitable by a further fall from 5 per cent to 3 per cent, because the former method will no longer be able to compete with what has now become the cheaper method [...] It is only via price changes that we can explain why a method of production which was profitable when the rate of interest was 5 per cent should become unprofitable when it falls to 3 per cent. Similarly, it is only in terms of price changes that we can adequately explain why a change in the rate of interest will make methods of production profitable which were previously unprofitable."* F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*. ob. cit., pp. 388-389 (e também as pp. 76-77, 140 e ss, 191 e ss, e 200). Augusto Graziani, por outro lado, afirma que Hayek *"had shown the possibility of reswitching"*. Ver *The European Journal of History of Economic Thought*, vol. 2, n.º 1, Primavera de 1995, p. 232.

os teóricos neoclássicos, não apresenta qualquer problema para a teoria austríaca do capital. De fato, um aumento da poupança, e, logo, uma diminuição da taxa de juro, manifesta-se sempre que se afasta no tempo a perspectiva temporal dos consumidores por meio do alongamento da estrutura produtiva, independentemente da ocorrência de alterações ou reversões nas diferentes técnicas concretas de produção. Ou seja, no modelo da Escola Austríaca, a adoção de uma técnica mais antiga em um novo projeto de investimento depois da redução da taxa de juro não é mais do que uma manifestação específica, no contexto de um processo produtivo concreto, de que este se "alongou" como resultado do aumento da poupança e da diminuição da taxa de juro.[89]

Assim, não devemos nos deixar enganar pela "análise estática comparativa" efetuada pelos teóricos da escola neoclássica, como Mark Blaug, que consideram que a polêmica sobre o *reswitching* refuta, de alguma forma, a teoria austríaca do capital.[90] Pelo contrário, sabemos que o mundo real analisado pelos teóricos austríacos está em constante mutação e que um aumento da poupança voluntária provocará sempre, prospectivamente, um "alongamento" da estrutura produtiva, independentemente do fato de em alguns novos processos de investimento concretos, o investimento se materializar, novamente, na adopção de técnicas que apenas são rentáveis a taxas de juro mais elevadas.[91] Do ponto de vista do ator ou empresário

[89] Gerald P. O'Driscoll e Mario J. Rizzo, *The Economics of Time and Ignorance*, ob. cit., p. 183.

[90] Mark Blaug classifica erradamente o teorema de *reswitching* como "the final nail in the coffin of the Austrian theory of capital". Mark Blaug, *Economic Theory in Retrospect*, Cambridge University Press, Cambridge 1979, p. 552. O autor não compreende que, uma vez eliminados da teoria austríaca do capital os restos objetivistas introduzidos por Böhm-Bawerk (ou conceito de período médio de produção e a possibilidade de ser medido) e concebendo o processo produtivo em termos estritamente prospectivos, a teoria austríaca do capital se defende do ataque dos teóricos do *reswitching* e, além disso, sai fortalecida. Ver, neste sentido, Ludwig M. Lachmann, "On Austrian Capital Theory", publicado em *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Edwin E. Dolan (ed.), Sheed & Ward, Kansas City 1976, p. 150; e também Israel M. Kirzner "Subjetivism, Reswitching Paradoxes and All That", em *Essays on Capital and Interest*, ob. cit., pp. 7-10. Kirzner conclui que: *"we should understand that comparing the complex, multidimensional waiting requirements for different techniques* simply does not permit us to pronounce *that one technique involves unambiguously less waiting than a second technique"* (p. 10).

[91] A principal insuficiência da teoria neo-ricardiana sobre o *reswitching* está não só o fato de assentar sobre uma análise comparativa que não leva em conta os processos dinâmicos do mercado do ponto de vista prospectivo, mas também de não explicar a que se devem, em última instância, as variações na taxa de juro que determinam as pretensas reversões nas técnicas mais rentáveis. Um aumento da poupança (e, logo, uma diminuição *ceteris paribus* da taxa de juro) pode levar a que uma determinada técnica (o arado romano) seja substituída por outras mais intensiva em capital (um trator). Ainda assim, é possível que uma redução ulterior da taxa de juro permita a reintrodução do arado romano, em *novos* processos de produção que antes não eram empreendidos por falta de poupança (ou seja, sem afetar os processos antigos que continuam a ser realizados com tratores). De fato, o novo alargamento dos processos produtivos pode dar lugar a *novas* etapas na agricultura ou jardinagem que utilizem técnicas que, mesmo assumindo um alongamento efetivo dos processo produtivos, podem parecer menos intensivas em capital quando isoladamente consideradas em uma análise estática de equilíbrio.

individual, depois de ter se decidido prospectivamente a alongar os planos de produção (como consequência de um aumento da poupança), todos os fatores iniciais (terra, trabalho e *bens de capital já existentes*) são subjetivamente considerados "fatores de produção originais", que determinam apenas o ponto de partida do processo produtivo, *sendo irrelevante se, no novo processo de investimento, são ou não utilizadas técnicas que, quando consideradas individualmente, podiam ter sido rentáveis a taxas de juro mais elevadas*.[92]

5
Conclusão

É evidente que, do ponto de vista da análise realizada neste livro, as semelhanças entre monetaristas e keynesianos são muito maiores do que as possíveis diferenças que possam ser detectadas. De fato, o próprio Milton Friedman reconheceu que: *"we all use the Keynesian language and apparatus. None of us any longer accept the initial Keynesian conclusions."*[93]

---

[92] É preciso não esquecer que, embora os neo-ricardianos tenham podido ser aliados circunstanciais dos austríacos na crítica à corrente neoclássica, o objetivo declarado é, precisamente, eliminar a influência (em nossa opinião, ainda não suficientemente profunda) que a revolução subjetivista iniciada por Menger teve sobre a Ciência Econômica a partir de 1871. Além disso, a contra-revolução ricardiana iniciou-se com a recensão de Piero Sraffa ao livro de Hayek *Prices and Production* (ver "Doctor Hayek on Money and Capital", *Economic Journal*, n.º 42, ano 1932, pp. 42-53), tal como indica Ludwig M. Lachmann no artigo "Austrian Economics under Fire: The Hayek-Sraffa Duel in Retrospect", publicado em *Austrian Economics: History and Philosophical Background*, W. Grassel e B. Smith (eds.), Croom Helm, Londres e Sydney 1986, pp. 225-242. Mais tarde, é de destacar o trabalho de Joan Robinson publicado em 1953 e dedicado a criticar a função neoclássica de produção (Ver Joan Robinson, *Collected Economic Papers*, Blackwell, Londres 1960, vol. II, pp. 114-131). E, sobretudo o capítulo XII do livro de Piero Sraffa, *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press, Cambridge 1960, que é, em grande parte, dedicado a estudar o *"switch in methods of production"*. No lado neoclássico, realce-se o famoso artigo de Paul A. Samuelson, que declarou a sua rendição incondicional ao teorema da reversão de Cambridge (*Cambridge Switching Theorem*), publicado em *The Quarterly Journal of Economics*, n.º 80, 1966, com o título "Paradoxes in Capital Theory: A Summing Up" (pp. 568-583). Sobre este tema, é também interessante o livro de G.C. Harcourt, *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, Cambridge University Press, Cambridge 1972.

[93] "Todos usamos a linguagem e o instrumental keynesiano. Nenhum de nós aceita já as conclusões iniciais de Keynes." Milton Friedman, *Dollars and Deficits*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nova Jersey, 1968, p. 15. Por sua vez, a Escola dos Novos Keynesianos acabou por usar os fundamentos da microeconomia neoclássica para justificar a existência de inflexibilidades salariais no mercado. Concretamente, foi desenvolvida a hipótese do "salário de eficiência", segundo a qual é o salário que tende a determinar a produtividade do trabalhador e não o inverso. Ver, por exemplo, Robert Gordon, "What is New-Keynesian Economics?", *Journal of Economic Literature*, n.º 28, Setembro de 1990; e Lawrence Summers, *Understanding Unemployment*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1990. A nossa crítica aos novos keynesianos centra-se no fato de os modelos se basearem, tal como os dos monetaristas, nos conceitos de equilíbrio e de maximização, e de que os pressupostos são quase tão irreais como os dos novos macroeconomistas clássicos das expectativas racionais (a experiência mostra que, frequentemente, pelo menos, os salários dos talentos mais procurados são os que tendem a subir). Referindo-se a ambas as escolas, Peter

Por lado, Peter F. Drucker nota que Milton Friedman é essential e epistemologicamente um keynesiano:

> *His economics is pure macroeconomics, with the national government as the one unit, the one dynamic force, controlling the economy through the money supply. Friedman's economics are completely demand-focused. Money and credit are the pervasive, and indeed the only, economic reality. That Friedman sees money supply as original and interest rates as derivative is not much more than minor gloss on the Keynesian scriptures.*[94]

Além disso, mesmo antes do aparecimento de *The General Theory*, os principais teóricos da Escola de Chicago já propunham os remédios tipicamente keynesianos contra a depressão e defendiam a utilização de grandes défices orçamentais.[95]

Boettke conclui que: *"like rational-expectations theorists who developed elaborate 'proofs' of how the (Neo-) Keynesian picture* could not *be true, the New Keynesians start with the assumption that it must be true, and then try to explain how this 'reality' might have come to be. In the end, then, the New Keynesians are as ideological as the Chicago School. In the hands of both, economics is reduced to a game in which preconceived notions about the goodness or badness of markets are decked out in spectacular theory." Critical Review*, n.º 1, inverno de 1997, pp. 42-43. Podemos encontrar uma boa visão geral da correntes da tão dispersa macoeconomia moderna em Blanchard, O.J. e Fischer, S., *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Massachusetts, 1990; e também David Romer *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill, Nova York 1996.

[94] "A sua economia é pura macroeconomia, sendo o governo a unidade e força dinâmica que controla a economia por meio da oferta monetária. A teoria de Friedman centra-se completamente no lado da demanda. A moeda e o crédito são a realidade econômica dominante, a única na verdade. O fato de Friedman considerar a oferta monetária a origem e as taxas de juro a consequência é pouco mais do que um fino verniz sobre as escrituras Keynesianas." Peter F. Drucker, "Toward the Next Economics", publicado em *The Crisis in Economic Theory*, Daniel Bell e Irving Kristol (eds.), Basic Books, Nova York 1981, p. 9. Assim, não surpreende, como aponta Mark Skousen, que um dos monetaristas mais famosos dos anos 1930, Ralph G. Hawtrey, tenha apoiado Keynes contra Hayek, defendendo uma posição não favorável à poupança e adotando perspectivas muito semelhantes às dos keynesianos sobre a teoria do capital e a macroeconomia (ver, entre outros, os livros de Ralph Hawtrey *Capital and Employment*, Longmans, Londres 1937, pp. 270-286, e Mark Skousen, *Capital and its Structure*, ob. cit., p. 263). Outra manifestação da evidente influência keynesiana e macroeconômica dos monetaristas é toda a polêmica em torno da "função de consumo". Efetivamente, com a sua "teoria do consumo permanente", Milton Friedman pretendia introduzir uma variante de natureza empírica no instrumental analítico e teórico keynesiano que tornasse possível a alteração das conclusões às que se chega via análise macroeconômica. De fato, de acordo com a lógica keynesiana, se os agentes econômicos planejam o consumo em função do rendimento permanente a longo prazo, não havendo crescimentos mais do que proporcionais da poupança à medida que o rendimento aumente, o que levará ao desaparecimento dos problemas de subconsumo analisados por Keynes. Porém, recorrer a este tipo de "argumentos empíricos" implica o reconhecimento implícito da validade das teses keynesianas sobre os efeitos negativos da poupança e a tendência da economia capitalista para o subconsumo. Já demonstramos os erros analíticos desta teoria, usando argumentos microeconômicos que explicam a existência de forças de mercado que levam a que a quantidade poupada seja investida, independentemente do fato de, historicamente, a pretensa função de consumo ter uma ou outra forma aparente. Ver Milton Friedman, *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton 1957.

[95] *"Frank H. Knight, Henry Simons, Jacob Viner and their Chicago colleagues argued throughout the early 1930's for the use of large and continuous deficit budgets to combat the mass unemployment and deflation of the times."* (J. Ronnie Davies, "Chicago Economists, Deficit Budgets and the Early 1930's", *American Economic Review*, n.º 58, junho de 1968, p. 476). O próprio Milton Friedman admite que: *"so far as policy was concerned, Keynes had nothing to offer those of us that had sat at the feet of Simons, Mints, Knight and Viner"* (Milton Friedman, "Com-

Para recapitular e sintetizar as diferenças entre a teoria da Escola Austríaca e a das grandes correntes macroeconômicas, no Quadro VII-1, abaixo, apresentamos doze comparações que distinguem radicalmente ambas as abordagens.[96]

Ainda que o Quadro VII-1 mostre que existem mais semelhanças do que as diferenças entre monetaristas e keynesisanos, é preciso reconhecer a existência de algumas divergências importantes entre as duas escolas. De fato, embora ambas careçam de uma teoria do capital[97] e tenham a mesma metodologia "macro" sobre a realidade econômica,[98]a saber, os monetaristas se centrem no longo prazo e considerem que exista uma relação direta, imediata e efetiva entre a

---

ment on the Critics", incluído em Robert J. Gordon (ed.), *Milton Friedman's Monetary Framework*, Chicago University Press, Chicago 1974, p. 163). Skousen, comentando ambos os pontos de vista, afirma que: *"No doubt one of the reasons why the Chicago school gained greater acceptance was that there were some things they had in common with the Keynesians: they both used aggregate concepts; they both relied on empirical studies to support their models; and they both favoured some form of government involvement in the macroeconomic sphere. Granted, the Chicagoites favored monetary policy, while the Keynesians emphasized fiscal policy,* but both involved forms of State interventionism." Mark Skousen, "The Free Market Response to Keynesian Economics", incluído em *Dissent on Keynes*, ob. cit., p. 26 (grifos nossos). Sobre este tema é também de grande interesse o artigo de Roger W. Garrison, "Is Milton Friedman a Keynesian?", publicado como cap. VIII do mesmo livro, pp. 131-147. Por lado, Robert Skidelsky confirmou recentemente que os "remédios" keynesianos contra a recessão não foram novidade nos anos 1930 para os teóricos da Escola de Chicago. Ver Robert Skidelsky, *John Maynard Keynes: The Economist as Saviour, 1920-1937*, Macmillan, Londres 1992, p. 579; e por último, e mais recentemente, o muito documentado trabalho de George S. Tavlas, "Chicago, Harvard and the Doctrinal Foundations of Monetary Economics", *Journal of Political Economy*, n.º 1, vol. 105, fevereiro de 1997, pp. 153-177.

[96] Este quadro foi publicado anteriormente na minha "Nota introductoria a la edição española", F.A. Hayek, *Contra Keynes e Cambridge*, ob. cit., p. xii, e é uma adaptação pessoal do apresentado por F. A. Hayek em *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., pp. 47-49. Também se reproduz aqui o quadro comparativo entre as abordagens austríaca e neoclássica incluído em Jesús Huerta de Soto, "La *Methodenstreit* o el enfoque austriaco frente al enfoque neoclásico na Ciencia Econômica", ob. cit., pp. 48-50.

[97] *"Except for the Austrian school and some setors of the Swedish and early neoclassical schools, the contending macroeconomic theories are united by a common omission. They neglect to deal with capital or, more pointedly, the economy's intertemporal capital structure in any straightforward and satisfatory way. Yet capital theory offers the richest and most promising forum for the treatment of the critical time element in macroeconomics."* Roger W. Garrison, "The Limits of Macroeconomics", em *The Cato Journal: An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, vol. XII, n.º 1, 1993, p. 166.

[98] Luis Ángel Rojo afirma que "em geral, o panorama atual da macroeconomia caracteriza-se por um grau notável de confusão. A linha de pensamento keynesiana atravessa uma crise profunda em face de uma evolução da realidade que não foi capaz de explicar satisfatoriamente e, muito menos, de dominar. Por lado, as novas ideias ainda não estão consolidadas e continuam a negligenciar a evidência empírica." Este diagnóstico de Rojo parece-nos acertado e refere as insuficiências teóricas tanto dos keynesianos como dos monetaristas. Contudo, é de lamentar que Rojo não mencione a necessidade de sustentar a macroeconomia com uma teoria adequada de capital, que permita integrar corretamente os aspectos "micro" e "macro" da economia. Ver Luis Ángel Rojo, *Keynes: su tiempo y el nuestro*, Alianza Editorial, Madrid 1984, pp. 365 e ss. Ainda neste livro, Rojo faz uma breve e, em grande medida, insuficiente referência à teoria austríaca dos ciclos econômicos (ver as pp. 324-325). Um bom resumo do estado atual da macroeconomia que põe um pouco de ordem no panorama confuso e disperso é o de Ramón Febrero, "El mundo da macroeconomía: perspectiva general e concepciones originarias", em *Qué es la economía*, Ramón Febrero (ed.), Ediciones Pirámide, Madrid 1997, cap. 13, pp. 383- 424. Infelizmente, Febrero não faz justiça à abordagem alternativa austríaca, à qual praticamente não faz referência.

Quadro VII-1

Duas formas distintas de conceber a economia

Escola Austríaca	Macroeconomistas clássicos e Keynesianos
1. O tempo desempenha um papel essencial	1. A influência do tempo é ignorada
2. O "capital" é considerado um conjunto heterogêneo de bens de capital que se gastam constantemente e precisam de substituição	2. O capital é considerado um fundo homogêneo que se autorreproduz
3. O processo produtivo é dinâmico e está dividido em múltiplas etapas verticais	3. Considera-se uma estrutura produtiva em equilíbrio, unidimensional e horizontal (fluxo circular do rendimento)
4. A moeda afeta o processo modificando a estrutura de preços relativos	4. A moeda afeta o nível geral de preços. As mudanças não são tidas em conta nos preços relativos
5. Explica os fenômenos macroeconômicos em termos microeconômicos (variações nos preços relativos)	5. Os agregados macroeconômicos impedem a análise das realidades microeconômicas subjacentes
6. Dispõe de uma teoria sobre as causas endógenas das crises econômicas que explica o caráter recorrente	6. Carecem de uma teoria endógena dos ciclos. As crises produzem-se por causas exógenas (psicológicas, tecnológicas e/ou erros de política monetária)
7. Dispõe de uma elaborada teoria do capital	7. Carecem de teoria do capital
8. A poupança desempenha um papel de destaque e determina uma mudança longitudinal na estrutura produtiva e no tipo de tecnologia a ser usada	8. A poupança não é importante. O capital reproduz-se lateralmente (mais do mesmo) e a função de produção é fixa e é dada pelo estado da tecnologia
9. A procura de bens de capital varia em direção inversa à demanda de bens de consumo. Todo o investimento exige poupança e, logo, uma diminuição temporária do consumo	9. A demanda de bens de capital varia na mesma direção da demanda de bens de consumo
10. Pressupõe que os custos de produção são subjetivos e não estão predeterminados	10. Os custos de produção são objetivos, reais e predeterminados
11. Considera que os preços de mercado tendem a determinar os custos de produção, e não o contrário	11. Consideram que os custos históricos de produção tendem a determinar os preços de mercado
12. Considera a taxa de juro um preço de mercado determinado por valorações subjetivas de preferência temporal. A taxa de juro é utilizada para chegar ao valor presente, para o qual tende o preço de mercado de cada bem de capital, descontando o fluxo futuro de rendimentos	12. Consideram que a taxa de juro tende a ser determinada pela produtividade ou eficácia marginal do capital, entendida como a taxa interna de retorno na qual o fluxo esperado de rendimentos é igual ao custo histórico de bens de capital (que se considera predeterminado e invariável). Acredita-se que a taxa de juro a curto prazo tem uma origem predominantemente monetária

moeda e os fenômenos reais, ao passo que os keynesianos baseiam a análise no curto prazo e são muito céticos quanto às possibilidades de existência de uma relação entre a moeda e os fenômenos reais que possam, de alguma forma, garantir a obtenção e a manutenção de uma posição de equilíbrio. Comparada com as duas posturas, a análise da Escola Austríaca que apresentamos neste livro permite que se chegue a uma saudável *posição intermediária* entre o extremo monetarista e o extremo keynesiano, graças à elaborada teoria do capital que a sustenta. De fato, de acordo com os austríacos, as agressões monetárias (expansão de crédito) explicam a tendência endógena para que o sistema se afaste do "equilíbrio", ou seja, para que a estrutura da oferta de bens de capital se separe daquela que deveria derivar-se da procura de bens e serviços de consumo por parte dos agentes econômicos (o que explica que a lei de Say não possa ser temporalmente respeitada). Contudo, existem forças econômicas inexoráveis que, estimuladas pela função empresarial, tendem a reverter os efeitos desequilabradores dos processos expansivos e a devolver a coordenação à economia. Por isso, para os austríacos existe uma certa ligação — *loose joint*, na terminologia de Hayek[99] — entre os fenômenos monetários e os fenômenos reais que nem é completa, como defendem os monetaristas, nem tolamente inexistente, como afirmam os keynesianos.[100]

Em síntese, segundo os austríacos, o dinheiro nunca é neutro (nem a curto, nem a médio, nem a longo prazo), e é imprescindível que as instituições relacionadas com o mesmo (e, em especial, a bancária) se sustentem em princípios universais que impossibilitem uma "falsificação" dos preços relativos por razões estritamente monetárias, que poderá provocar um mau investimento generalizado dos recursos e, inevitavelmente, crise e recessão. Por isso, para os teóricos austríacos, os três princípios essenciais da política macroeconômica são, por ordem de importância, os seguintes:

[99] F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 408.

[100] *"The conception of money as a loose joint suggests that there are two extreme theoretical constructs to be avoided. To introduce money as a 'tight joint' would be to deny the special problem of intertemporal coordination. At the other extreme, to introduce money as a 'broken joint' would be to deny even the possibility of a market solution to the problem of intertemporal coordination. Monetarism and Keynesianism have tended to adopt one of the two polar positions with the result that, as a first approximation, macroeconomic problems are seen to be either trivial or insoluble. Between these extreme conceptions is Hayek's notion of loose-jointed money which serves to recognize the problem while leaving the possibility of a market solution to it an open question."* Roger W. Garrison, "Time and Money: The Universals of Macroeconomic Theorizing", publicado no *Journal of Macroeconomics*, vol. VI, n.º 2, primavera de 1984, p. 203. De acordo com Garrison, os austríacos também se encontram em um saudável plano intermédio no campo das expectativas, uma vez que: *"assuming either superrational expectations or subrational expectations detracts from the equally crucial role played by the market process itself, which alone can continuously inform expectations, and subtracts from the plausibility of the theory in which these unlikely expectational schemes are employed."* Ver Roger W. Garrison, "What about Expectations?: A Challenge to the Austrian Theory", ob. cit., p. 22.

1.º A quantidade de dinheiro deve permanecer tão constante quanto possível, devendo ser especialmente evitada a expansão de crédito. Para isso, é necessário voltar aos princípios tradicionais do Direito que regiam o contrato de depósito bancário de moeda, estabelecendo um coeficiente de caixa de 100%.

2.º Deve fazer-se o possível para que os preços relativos dos diferentes bens, serviços, recursos e fatores de produção sejam flexíveis. Em princípio, quanto maior for a expansão de crédito e monetária, mais rígidos tenderão a ser os preços relativos, mais oculto será para os cidadãos o verdadeiro custo da ausência de flexibilidade e mais corrompidos serão os hábitos dos agentes econômicos, que poderão chegar a acreditar na ideia errada de que os indispensáveis ajustamentos podem e devem ser sempre efetuados via o aumento da quantidade de moeda em circulação. Em todo o caso, e como já argumentamos anteriormente, a causa indireta e de fundo dos desajustamentos econômicos é a expansão de crédito, que dá azo a um mau investimento generalizado dos recursos, que, por sua vez, provoca desemprego. Quanto mais rígidos forem os mercados, mais alto será o desemprego.

3.º É necessário que, nos contratos a longo prazo onde se negociem unidades monetárias, os agentes econômicos possam prever adequadamente a evolução do poder de compra da moeda. Este requisito é, aparentemente, o mais fácil de realizar, tanto em um ambiente de contínua diminuição do poder de compra da unidade monetária, como aconteceu desde a Segunda Guerra Mundial, como, de forma ainda mais facilitada, em um ambiente em que o poder de compra da unidade monetária fosse aumentando de forma gradual e facilmente previsível, como ocorreria caso se estabelecesse uma política de manutenção de uma quantidade constante de moeda em circulação.[101]

---

[101] Ver o artigo de F.A. Hayek "On Neutral Money", publicado como cap. VII de *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., pp. 159-162, e especialmente a p. 161. Este artigo é a tradução inglesa do originalmente publicado em alemão com o título "Über 'Neutrales Geld'" no *Zeitschrift für Nationalökonomie*, n.º 4, ano 1933, pp. 659- 661. Finalmente, Donald C. Lavoie demonstrou, em todo o caso, os efeitos de descoordenação que uma mera variação do nível geral dos preços possa gerar são menos prejudiciais e muito mais facilmente previsíveis do que os que ocorrem na estrutura produtiva como consequência do tipo de injeção monetária decorrente da expansão de crédito dos bancos: *"My own judgment would be that the price level effects are less damaging and easier to adjust to than the injection effects; thus the optimal policy for monetary stability would be as close to zero money growth as can be practically attained. In my view the gradual deflation that this policy would permit would be preferable to the relative price distortion which would be caused by attempting to inject enough money into the economy to keep the price level constant"; e acrescenta que: "Even gold money would undergo gradual increases in its supply over time. Some have estimated that about a two percent increase per year would be likely. To me this appears to be the best we can do."* Don C. Lavoie, "Economic Calculation and Monetary Stability", publicado em *The Cato Journal*, vol. III, n.º 1, primavera de 1983, pp. 163-170, e especialmente a p. 169. No capítulo IX é proposto um processo de reforma do sistema monetário e bancário que, a partir do término, permitiria eliminar a necessidade de conceber e efetuar mais "políticas macroeconômicas".

6
Apêndice sobre as operações de seguros de vida e outros intermediários financeiros não bancários

Depois da análise dos últimos quatro capítulos, estamos agora em condições de entender o importante papel dos verdadeiros intermediários financeiros na economia. Como é lógico, chamamos *verdadeiros* aos intermediários financeiros não bancários, ou seja, que não criam do nada nem empréstimos nem os respectivos depósitos e se limitam a ser intermediários no mercado em que se trocam bens presentes por bens futuros. Ou seja, os intermediários financeiros limitam-se a receber com uma mão o dinheiro de emprestadores que oferecem bens presentes e a entregá-lo com a outra aos tomadores, obtendo como consequência da sua pura função de intermediação uma margem, geralmente pequena, de lucros. Esta pequena margem de lucro contrasta com os lucros desproporcionados obtidos pelos bancos quando criam moeda do nada em forma de empréstimos, graças ao privilégio jurídico que conseguiram obter para utilizar em proveito próprio a maior parte do dinheiro que recebe em depósito.

Embora se insista à exaustão que os bancos são os "intermediários" financeiros mais importantes da Economia, essa é, como já sabemos, uma ideia sem fundamento nem correspondência com a realidade. Os bancos basicamente não são intermediários financeiros. A sua atividade principal consiste em criar créditos e depósitos do nada (à margem do papel de *verdadeiros*, intermediários financeiros, que tem uma importância quantitativa e qualitativa muito secundária).[102] O fato de os bancos e o sistema bancário terem um papel de destaque nas economias modernas se deve não à função de intermediários financeiros, mas ao exercício da típica atividade bancária de criação, *ex nihilo*, de empréstimos e, logo, de depósitos e de oferta monetária. Não surpreende, pois, que os bancos tenham a capacidade de distorcer a estrutura produtiva e o comportamento dos agentes econômicos, que se veem atraídos pela grande facilidade relativa de obter bens presentes permitida pela banca, em comparação com as maiores dificuldades de obter recursos com base em uma poupança real voluntária, que im-

[102] Luis Ángel Rojo assinalou corretamente que a atividade mais importante dos bancos não é a que exercem como intermediários financeiros, mas a que realizam em função da sua capacidade de criação, do nada, de créditos e depósitos. No entanto, não deixa de chamar-lhes "intermediários" financeiros e ignora o papel de destaque que os verdadeiros intermediários financeiros (os que denomina "não bancários") teriam em uma economia livre de privilégios a favor dos bancos. Ver Luis Ángel Rojo, *Teoría económica III*, Apuntes y Programa de la asignatura, curso 1970-1971, Madrid 1970, pp. 13 e ss. e 90-96.

plica sempre em maiores sacrifício e disciplina por parte de terceiros poupadores e é muito mais difícil de obter.

Assim, o argumento, ouvido com frequência, de que os bancos "não tiveram outro remédio" senão ter um papel de destaque no financiamento dos processos produtivos como consequência do desenvolvimento do mercado de capitais e dos intermediários financeiros não bancários é absurdo. A realidade é, precisamente, a oposta. A capacidade expansiva da concessão de créditos do nada por parte dos bancos faz com que seja inevitável que o mercados de capitais e os intermediários financeiros não bancários percam grande parte da importância e protagonismo econômicos, uma vez que as possibilidades de obtenção de créditos em qualquer momento são muito maiores em um sistema bancário que pode expandi-los sem que antes ninguém tenha sido forçado a sacrificar o consumo imediato em forma de poupança voluntária.

Assim que comece a identificar corretamente os malefícios do processo de expansão de crédito por parte do sistema bancário, a entender que esse processo se baseia na concessão de um privilégio jurídico de que nenhum outro agente econômico dispõe e a verificar que tais fatores provocam ciclos sucessivos e inevitáveis de auge e depressão, o público geral poderá promover uma reforma do sistema bancário baseada no restabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista, ou seja, no submissão das operações bancárias aos princípios tradicionais do Direito. Quando isto acontecer, voltarão a assumir o estatuto que lhes corresponde não só o mercado de capitais, mas também os verdadeiros intermediários financeiros, ou seja, os não bancários, que, pela sua própria natureza são os empresários que se especializam em convencer os agentes econômicos da importância e da necessidade de poupar a curto, médio e longo prazo, bem como a ligar eficientemente emprestadores e tomadores, diluindo os riscos e tirando proveito das respectivas economias de escala.

As companhias de seguros de vida como verdadeiros intermediários financeiros

Entre os verdadeiros intermediários financeiros, destacam-se, pela importância social, as companhias de seguros de vida. Estas instituições oferecem contratos que tornam possível que grandes camadas da população se empenhem, de forma efectiva e disciplinada, no genuíno esforço de poupar a longo prazo. Na verdade, o seguro de vida é a forma mais perfeita de poupança, uma vez que é a única que garante, precisamente quando a economia doméstica mais necessita (ou seja, em caso de falecimento, invalidez ou aposentadoria), a disponibili-

dade imediata de um montante significativo de capital que, por meio de outros procedimentos de poupança, só seria possível acumular ao fim de muitos anos. Com efeito, depois de pago o primeiro prêmio, os beneficiários do segurado adquirem o direito, por exemplo, no caso de falecimento deste, de obter uma quantia substancial de dinheiro que, por outros meios de poupança, só poderia ser acumulado pelo segurado depois de um período muito prolongado de tempo.

Além disso, as seguradoras de vida desenvolvem e mantêm grandes redes comerciais especializadas em explicar às famílias a grande importância de se comprometerem a uma disciplina de poupança a longo prazo, não só para suprir os possíveis infortúnios decorrentes de falecimento, invalidez ou enfermidade, mas também para assegurar uma pensão digna em caso de sobrevivência a partir de determinada idade. Torna-se, assim, claro que as companhias de seguros de vida sejam talvez os "verdadeiros intermediários financeiros" por excelência, uma vez que a sua atividade consiste, precisamente, em fomentar a poupança a longo prazo da famílias e em investi-la, também a longo prazo, atuando como intermediários financeiros verdadeiros, em investimentos de grande segurança (basicamente em obrigações de primeira categoria e em imóveis).[103] O fato de as companhias de seguros de vida não expandirem o crédito nem criarem moeda torna-se evidente, sobretudo, caso se compare os contratos que comercializam com as operações de depósito à vista efetuadas pelos bancos. Os lançamentos contábeis típicos de uma companhia de seguros de vida são os seguintes:

Em primeiro lugar, após convencer os clientes da importância de empreender uma poupança disciplinada a longo prazo, a companhia recebe os prêmios dos clientes enquanto durarem os contratos de seguros de vida. Os prêmios são considerados receita da companhia seguradora, dando origem ao seguinte lançamento:

(78)

Ativo	Passivo
Caixa	Prêmios de seguros de vida (Conta de Receitas em Perdas e Ganhos)

[103] Os economistas austríacos sempre reconheceram a enorme importância do seguro de vida como um meio de permitir a poupança a amplas camadas da população. Assim, Richard von Strigl se refere estritamente ao "negócio dos seguros de vida, tão extraordinariamente importante na formação de capital", indicando que, para que a poupança voluntária, em geral, e o seguro de vida, em particular, possam prosperar, é indispensável a confiança de que o poder de compra da unidade monetária irá, pelo menos, ser mantido. Ver Richard von Strigl, *Curso medio de economía*, Fondo de Cultura Econômica, México 1941, pp. 201-202. No clássico artigo sobre poupança, F. A. Hayek menciona também o seguro de vida, juntamente com a compra de casa própria, como uma das fontes mais importantes de poupança voluntária (Ver F.A. Hayek, "Saving", originalmente publicado para a edição de 1933 da *Encyclopedia of the Social Sciences*, e reeditado como cap. V de *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., especialmente as pp. 169-170).

Com os prêmios que recebem, as companhias de seguros fazem frente a um conjunto de despesas operacionais, entre os quais se destacam não só as despesas de comercialização e administração, mas também as despesas decorrentes do pagamento dos respectivos sinistros e, em geral, da cobertura técnica dos riscos de falecimento, invalidez e sobrevivência assumidos. O lançamento decorrente do pagamento destas despesas técnicas é o seguinte:

(79)

Ativo	Passivo
Despesas técnicas (sinistros, despesas administrativas, etc.)	Caixa

Assinale-se que as despesas técnicas absorvem apenas uma parte da totalidade dos prêmios recebidos pelas companhias de seguros de vida, que devem reservar uma parte substancial dos prêmios não só para cobrir os riscos futuros (uma vez que as companhias cobram prêmios anuais constantes para a cobertura de riscos cuja probabilidade aumenta com a idade dos segurados), mas também a significativa componente de poupança que costuma estar incluída nas modalidades mais vendidas de seguros de vida. Esta parte dos prémios gera *reservas ou provisões* que se materializam em investimentos a longo prazo e são registadas no ativo da companhia de seguros e contrabalançadas no passivo com uma conta de *provisões matemáticas*, que apresenta o presente valor atuarial dos compromissos futuros que a seguradora contrai com os segurados. Os lançamentos correspondentes são os seguintes:

(80-81)

Ativo	Passivo
Investimentos a longo prazo	Caixa
Parte dos prémios investida (despesas)	Provisões matemáticas (compromissos futuros com os segurados)

Assim, o balanço da companhia de seguros de vida é:

(82)

Ativo	Passivo
Investimentos a longo prazo	Provisões matemáticas

Como se vê, não há qualquer criação de moeda. As provisões matemáticas, que representam o valor contábil das obrigações futuras para com os segurados, correspondem ao fato econômico de estes terem entregado uma determinada quantidade de bens presentes em troca de

uma quantidade maior de bens em um futuro mais ou menos longínquo (quando se verifique a contingência segurada, falecimento, invalidez ou sobrevivência). Enquanto isso não acontecer, os segurados perdem a disponibilidade do dinheiro, que se transfere para os tomadores que recebem o dinheiro das companhias de seguros e são os emissores dos correspondentes títulos e obrigações adquiridos por estas. No caso dos investimentos imobiliários, o investimento é realizado diretamente pela companhia seguradora, que se converte assim em uma importante imobiliária dedicada a alugar ao público suas propriedades.

A conta de perdas e ganhos da companhia de seguros de vida fica como se indica a seguir:

(83)

Ativo (despesas)	(entradas) Passivo
Despesas técnicas Provisões matemáticas (dotação) Lucro	Prêmios Receitas Financeiras

Podemos observar que o lucro contábil das seguradoras é derivado da diferença entre as receitas (prêmios e receitas financeiras) e as despesas (técnicas e devidas ao aumento das provisões matemáticas). Trata-se de um lucro normalmente muito moderado que advém dos lucros por sinistralidade (ou seja, no caso de a sinistralidade prevista no calculo dos prémios ter sido superior à real), dos lucros derivados das despesas técnicas de administração (os encargos relativos à administração incluídos no cálculo dos prémios são superiores aos gastos reais da sociedade) e, por último, dos lucros financeiros (as receitas financeiras são superiores à "taxa de juro técnica" utilizada para o cálculo dos prémios). Acresce que a própria concorrência no mercado fez com que as seguradoras de vida revertessem a favor dos segurados uma parte significativa dos lucros obtidos em cada exercício, tendo-se generalizado nos contratos de seguros de vida a introdução de cláusulas de "participação em lucros", que aumentam anualmente os capitais segurados dos s clientes sem que haja qualquer aumento dos prêmios. Assim, do ponto de vista econômico e independentemente da forma jurídica (sociedade anônima ou mútua), a entidade seguradora converte-se em uma espécie de "mútua" em que os próprios segurados participam do benefício da companhia.

A instituição do seguro de vida formou-se espontaneamente no mercado ao longo dos últimos duzentos anos e é sustentada por um conjunto de normas de natureza técnica, atuarial, financeira e jurídica

que lhe permitiram cumprir a missão com grande perfeição e fazer frente a situações de crises e recessões econômicas que outras instituições, especialmente a bancária, não foram capazes de ultrapassar. Assim, há, historicamente, um contraste entre a elevada "mortalidade financeira" dos bancos, constantemente em risco de falência e suspensão de pagamentos caso não recebam apoio do banco central, e a saúde e solvência técnica das companhias de seguros de vida (nos últimos duzentos anos, podemos contar em uma das mãos as companhias de seguros de vida que desapareceram no Ocidente por dificuldades financeiras).

Os princípios técnicos tradicionais no setor dos seguros de vida são, sobretudo, o princípio da valorização de ativos a custo histórico e a utilização de taxas de juro técnico muito prudentes para o cálculo dos prêmios, nunca incorporando a componente derivada das expectativas inflacionárias. Desta forma, as companhias de seguros de vida tendem a subvalorizar os ativos e a sobrevalorizar os passivos, atingindo assim um bom nível de solvência estática e dinâmica que as tornou imunes às fases mais recessivas dos sucessivos ciclos econômicos. De fato, quando os valores dos ativos financeiros e dos bens de capital caem significativamente nas etapas mais depressivas do ciclo, a generalidades das companhias de seguros de vida não é afetada, dado o reduzido valor contabilístico que os investimentos têm no ativo. No que diz respeito ao passivo, as provisões matemáticas são calculadas a taxas de juro muito reduzidas, em comparação com as existentes no mercado, pelo que o valor atual dos compromissos no passivo costumam estar sobrevalorizados. Além disso, os segurados tiram proveito dos lucros obtidos pelas seguradoras, sempre que existam e se demonstrem *a posteriori*, graças às referidas cláusulas de "participação nos lucros". Obviamente, o valor destes lucros não pode garantir-se *a priori* nos contratos correspondentes.[104]

O valor de resgate e a oferta monetária

Há várias modalidades de contratos de seguros de vida que oferecem a opção, por iniciativa do contratante, de que a companhia *resgate*

[104] Noutro lugar, tentei integrar as técnicas seguradoras na teoria austríaca do ciclo econômico e expliquei de que forma evoluíram espontaneamente para enfrentar os efeitos negativos das recessões, assegurando em todo o momento os compromissos com os clientes (viúvas, órfãos e pensionistas). A minha conclusão é que tal modo de atuação, que tanto sucesso teve até hoje, dever ser também seguido pelos "fundos de pensões" não segurados, caso se pretenda que estes também cumpram a sua função e se imunizem, na medida do possível, contra as consequências negativas do ciclo. Ver o meu artigo "Interés, ciclos económicos y planes de pensiones", publicado em *Anales del Congreso Internacional de Fondos de Pensiones* que teve lugar em Madrid, em Abril de 1984, pp. 458-468. Os princípios essenciais da estabilidade das companhias de seguros foram estudados por Jesús Huerta Peña, no livro *La estabilidad financiera de las empresas de seguros*, Madrid 1954.

a apólice mediante o pagamento de uma determinada quantidade de dinheiro vivo. Esta opção, que é habitual incluir em todas as modalidades de seguros de vida, com a exceção daquelas que cobrem exclusivamente o risco puro de morte ou de sobrevivência, pode ser ativada em qualquer momento pelo contratante, depois de decorrido o período inicial previsto na apólice (geralmente, dois ou três anos). Esta cláusula contratual poderia levar a pensar que as apólices de seguros de vida podem ser utilizadas também como instrumento para materializar juridicamente um contrato de depósito de dinheiro à vista, que, como sabemos, se caracteriza pelo fato de a causa essencial ser a obrigação de guarda e custódia e a possibilidade de o depositante retirar o dinheiro depositado em qualquer momento. No entanto, esta possibilidade carece de fundamento pelas seguintes razões:[105]

Em *primeiro lugar*, é preciso salientar que, tradicionalmente, as seguradoras de vida vendem os produtos como instrumentos de poupança a longo prazo. Não há, pois, a mais pequena dúvida de que os clientes, quando contratam uma operação de seguro de vida, fazem-no com o desejo de ir pondo de lado uma parte dos rendimentos, poupando a longo prazo, para constituir um capital para quando a família mais dele necessitar. Do ponto de vista da causa do contrato, bem como dos fins *subjetivos* do contratante, é evidente que se trata de uma entrega de bens presentes, e da sua disponibilidade, em troca da garantia de receber em determinadas circunstâncias futuras (aquelas em que a família mais possa necessitar, por falecimento da principal fonte de sustento ou por sobrevivência) um rendimento ou capital substancial.

Em *segundo lugar*, é preciso assinalar que na maior parte das operações de seguros de vida não existe a possibilidade de obter imediatamente o valor do resgate, ou seja, a partir do momento em que se assina e paga a operação. Pelo contrário, é habitual fixar um prazo de carência que, conforme os mercados e as legislações, varia entre dois e três anos, de forma que só depois de decorrido este prazo inicial se começa a ter direito a receber um valor de resgate.

---

[105] *"The cash surrender values of life insurance policies are not funds that depositors and policy holders can obtain and spend without reducing the cash of others. These funds are in large part invested and thus not held in a monetary form. That part which is in banks or in cash is, of course, included in the quantity of money which is either in or out of banks and should not be counted a second time. Under present laws, such institution cannot extend credit beyond sums received. If they need to raise more cash than they have on hand to meet customer withdrawals, they must sell some of their investments and reduce the bank accounts or cash holdings of those who buy them. Accordingly,* they are in no position to expand credit or increase the nation's quantity of money as can commercial and central banks, all of which operate on a fractional reserve basis and can lend more money than is entrusted to them." Percy L. Graves, Introdução ao livro de Ludwig von Mises *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., pp. xlvi-xlvii (grifos nossos).

Em *terceiro lugar*, é preciso levar em consideração que os valores de resgate não correspondem, nem de perto nem de longe, ao valor dos prêmios pagos à companhia de seguros, uma vez que são reduzidos pelo valor das despesas iniciais da apólice, que são amortizados ao longo de toda a sua duração e que, por razões técnicas e comerciais, costumam ser bastante elevados e pagos no momento de compra. Além disso, normalmente, o valor de resgate inclui uma penalização a favor da seguradora, com o objetivo de estimular ainda mais os clientes a manterem as apólices até o vencimento. Por todas estas razões, é evidente que as operações de seguros de vida foram concebidas tendo em conta o objetivo de desmotivar, na medida do possível, o resgate e de fazer com que os segurados só estejam dispostos a optar por essa possibilidade em circunstâncias extremas de necessidade da família ou de desejo de mudar de seguradora. Assim, do ponto de vista subjetivo, não pode se considerar que, para a maioria dos clientes, as operações tradicionais de seguros de vida mascaram contratos de depósito.[106]

A corrupção dos princípios tradicionais do seguro de vida

Apesar das considerações anteriores, é preciso reconhecer que, nos últimos tempos, em muitos países ocidentais e sob o pretexto de realização de uma pretensamente benéfica "desregulamentação dos mercados financeiros", muitas vezes foram obscurecidas as claríssimas fronteiras existentes entre a instituição do seguro de vida e o setor bancário. Isto permitiu o surgimento de várias operações de pretensos "seguros de vida" que, em vez de respeitarem os princípios tradicionais do setor, procuraram simular e mascarar verdadeiros contratos de depósito à vista nos quais se pretende garantir a imediata e completa disponibilidade a favor do contratante do di-

[106] Embora os argumentos apresentados no texto sejam mais do que suficientes para demonstrar que os seguros de vida tradicionais não mascaram depósitos à vista, do ponto de vista jurídico e econômico tal situação só poderia ser assegurada de forma absoluta se os seguradores não garantissem um valor *pré-fixado* de resgate, mas sim se o resgate tivesse como limite máximo o valor de mercado que os investimentos nos quais as reservas ou provisões matemáticas da apólice correspondente se materializam poderiam ter alcançado em cada momento. Desta forma, ninguém poderia dizer que tem direito a um valor pré-fixado de resgate, mas apenas ao valor de liquidação da apólice a preços do mercado secundário. No entanto, as dificuldades sentidas pelas seguradoras para poder imputar determinados investimentos a cada apólice, decorrentes do caráter do seguro como contrato de muito longa duração, fizeram com que, do ponto de vista jurídico e atuarial, se tenha desenvolvido uma série de cláusulas contratuais (prazo de carência, penalidade em caso de resgate, etc.) que, de fato, acabam por ter o mesmo efeito dissuasor que teria a obtenção de um valor reduzido aos preços do mercado secundário em caso de rescisão da apólice em uma etapa de recessão econômica. Pode encontrar-se um resumo das cláusulas de resgate mais típicas em Jesús Huerta Ballester, *A Brief Comparison Between the Ordinary Life Contracts of Ten Insurance Companies*, Madrid 1954.

nheiro depositado em forma de "prêmios", juntamente com os juros correspondentes.[107]

Esta corruptela, que já comentamos no capítulo III, foi muito negativa para o setor das seguradoras no conjunto e permitiu que algumas companhias de seguros de vida comercializassem depósitos, violando os princípios tradicionais do Direito e passando a atuar, em maior ou menor medida, como os bancos, ou seja, emprestando o dinheiro que recebiam em depósitos à vista. Por consequência, diversas seguradoras de vida não só começaram a participar no processo bancário de expansão de crédito, que prejudica a estrutura produtiva e gera ciclos e recessões econômicas, mas também, em última instância, acabaram por causar grave dano à própria instituição do seguro, que foi alvo de cada vez maior intervenção

[107] Assim, a instituição do seguro de vida tradicional também pode ser corrompida, especialmente quando os princípios básicos são, em maior ou menor grau, abandonados sob o pretexto da "desregulamentação financeira" ou quando a instituição pretende se misturar com um setor tão distante do seguro de vida como o bancário. Um exemplo histórico deste efeito corruptor sobre o seguro de vida foi protagonizado por John Maynard Keynes durante os anos em que foi presidente da *National Mutual Life Assurance Society* de Londres, a que já fizemos referência no capítulo III (nota 47). No âmbito da sua presidência, Keynes não só promoveu uma política *ad hoc* de investimentos centrada nos títulos de rendimento variável, em oposição com os princípios tradicionais de investimento em títulos de rendimento fixo, como favoreceu a utilização de princípios contábeis não ortodoxos, valorizando os ativos a preços de mercado e não ao custo histórico. Chegou, até, a autorizar a distribuição de lucros aos segurados com base em mais-valias não realizadas. Todas estas agressões tipicamente keynesianas contra os princípios tradicionais da instituição seguradora quase levaram a companhia à insolvência quando foi deflagrada a Grande Depressão. A influência negativa de Keynes sobre o setor do seguro de vida britânico ainda pode ser sentida hoje em dia e, até certo ponto, afetou também o mercado segurador norte-americano. Atualmente, o setor tenta libertar-se destas nefastas influências e voltar aos princípios tradicionais que, desde sempre, asseguraram o bom funcionamento e a sua solvência. Sobre todos estes aspectos, pode consultar-se a seguinte bibliografia: Nicholas Davenport, "Keynes in the City", publicado em *Essays on John Maynard Keynes*, Milo Keynes (ed.), Cambridge University Press, Cambridge 1975, pp. 224-225; Robert Skidelsky, *John Maynard Keynes: The Economist as Saviour, 1920-1937*, Macmillan, Londres 1992, especialmente as pp. 25-26 e 524; D.E. Moggridge, *Maynard Keynes: An Economist's Biography*, Routledge, Londres 1992, especialmente as pp. 410 e 411. Keynes teve não só um efeito corruptor *direto* como responsável de grande influência no setor de seguros britânico da sua época, mas também um efeito *indireto* muito mais prejudicial para o setor dos seguros, uma vez que a sua teoria econômica contribuiu para o aumento da inflação e para o desprestígio e a destruição dos hábitos de poupança das camadas populares, em conformidade com a sua filosofia de "eutanásia do rentista", que teve muitos efeitos negativos sobre o desenvolvimento do mercado de seguros de vida e de pensões em todo o mundo. Desta forma, o fato de Keynes ter sido presidente de uma companhia de seguros de vida durante muitos anos pode ser considerada uma das ironias mais interessantes da história do seguro de vida. Ver: Ludwig von Mises, "Pensions, the Purchasing Power of the Dollar and the New Economics", incluído em *Planning for Freedom and Twelve Other Addresses*, Libertarian Press, South Holland, Illinois, 1974, pp. 86-93; bem como os discursos de Keynes nas 17 reuniões gerais (1922-1938) em que era presidente da *National Mutual Life Assurance Society*. Estes discursos são uma leitura fascinante e ilustram na perfeição os efeitos muito perturbadores que, por ironia do destino, se derivam de dar a uma "raposa" especuladora e inimiga da poupança poder sobre um "pacífico galinheiro" (a companhia de seguros de vida). Ver o volume XII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Macmillan, Londres 1983, pp. 114-254. Hermann Heinrich Gossen foi outro economista famoso relacionado com o setor dos seguros. Além de ter sido conselheiro de uma companhia de seguros agrários e pecuários que fracassou financeiramente, concebeu o projeto de criação de uma caixa alemã de poupanças dedicada ao negócio do seguro de vida, projeto esse que nunca chegou a ser terminado. Ver o artigo dedicado a Gossen de F.A. Hayek incluído em *The Trend of Economic Thinking*, ob. cit., p. 356.

por parte do estado e dos bancos centrais e perdeu grande parte das vantagens fiscais de que gozava, justificadas pelos efeitos muito favoráveis da instituição no fomento e estímulo da poupança a longo prazo de amplas camadas da população.[108] Em todo o caso, a análise teórica efetuada neste livro deverá ser razão suficiente para que as seguradoras de vida recuperem a confiança em si mesmas e na essência positiva da instituição tradicional que têm desenvolvido, separando-a claramente do "negócio" bancário, que, como sabemos, não só carece da necessária legitimidade jurídica, como provoca efeitos econômicos altamente prejudiciais para a sociedade. Por contraste, a instituição do seguro de vida goza de uma impecável fundamentação jurídica, técnico-atuarial e financeira e, sendo fiel aos princípios tradicionais, não só prejudicando o crescimento harmonioso da economia, como é uma instituição imprescindível e extremamente benéfica para fomentar a poupança e o investimento a longo prazo e, por conseguinte, o desenvolvimento econômico da sociedade.

Outros intermediários financeiros verdadeiros: fundos de investimento e sociedades em participação

Outros intermediários financeiros verdadeiros que teriam um maior desenvolvimento com a eliminação dos privilégios de que a banca goza atualmente seriam os fundos de investimento, as sociedades em conta de participação, as sociedades de *leasing* e de financiamento, etc.

Todas estas instituições recebem os bens presentes dos poupadores e, como intermediários, transferem-nos para as mãos dos tomadores finais. Embora nenhuma destas instituições tenha, tal como a dos seguros de vida, a possibilidade de garantir elevados capitais a partir do primeiro momento na ocorrência de um evento aleatório (falecimento, invalidez,

[108] Esta recente "confusão" entre o setor das seguros e o bancário justificaria que começasse a considerar-se que os valores de resgate (normalmente inferiores aos das previsões matemáticas das seguradoras) são parte da oferta monetária, na medida em que os agentes econômicos comecem a considerar subjetivamente que o valor de resgate das apólices é dinheiro do qual podem dispor a qualquer momento. Esta é a tese mantida por Murray N. Rothbard no interessante artigo "Austrian Definitions of the Supply of Money", incluído no livro *New Directions in Austrian Economics*, ob. cit., pp. 143-156, e em especial as pp. 151-152. No entanto, não estamos de acordo com Rothbard em relação a que se deva incluir automaticamente o valor do resgate na oferta monetária, uma vez que isso dependerá, em última instância, de os atores considerarem subjetivamente de forma generalizada que o valor de resgate das apólices é parte dos saldos de caixa imediatamente disponíveis, o que ainda não acontece na maioria dos mercados. Além disso, é preciso salientar que a tendência para confundir a instituição seguradora com a bancária persiste e que, mesmo nos mercados em que a confusão foi maior, se começa a notar uma tendência para o regresso dos princípios tradicionais do setor segurador, fundamentada na separação radical em relação ao bancário. Sobre as novas operações de seguros de vida e de que forma pretendem oferecer operações muito parecidas aos depósitos bancários, pode consultar-se o livro de Thierry Delvaux e Martin E. Magnee intitulado *Les nouveaux produits d'assurance-vie*, Editions de L'Université de Bruxelles, Bruxelas 1991.

sobrevivência), é evidente que teriam também um grande desenvolvimento, muito maior do que o atual, caso os bancos deixasse de poder conceder créditos do nada por estarem obrigados a manter um coeficiente de caixa de 100%. Em particular, os fundos de investimento adquiririam um papel muito importante, uma vez que, por eles, seriam investidos os excessos de caixa dos agentes econômicos, que poderiam obter uma liquidez imediata vendendo as participações a preços de mercado secundário e nunca pelo valor nominal. O mesmo se aplica às sociedades em cota de participação e a outras instituições financeiras que também experimentaram em muitas ocasiões um processo de corrupção e agressão semelhante ao sofrido pelos seguros de vida e que se manifestou em diferentes fórmulas para tentar "garantir" aos "investidores" a imediata disponibilidade de moeda, ou seja, a possibilidade de obter a devolução das "poupanças" ao valor nominal em qualquer momento. Como vimos no capítulo III, as cláusulas de recompra a um preço pré-fixado, em relação às ações de sociedades de participação e com outros tipos de operações financeiras, encontram-se entre os artifícios jurídicos contrários à lei normalmente utilizados para mascarar verdadeiros contratos de "depósitos à vista" noutras instituições completamente não relacionadas.[109] Do ponto de vista econômico, assim que este tipo de procedimento começou a se expandir, os contratos e as instituições em questão começaram a gerar os mesmos efeitos negativos provocados pelo negócio bancário com reserva fracionária. Por isso, e como veremos nos próximos capítulos, qualquer projeto de reforma do sistema bancário também deverá ter atenção com os diferentes procedimentos jurídicos imagináveis para, à margem da lei, mascarar verdadeiros contratos de depósito à vista com reserva fracionária, de forma a que sejam prontamente identificados e perseguidos por irem contra o ordenamento jurídico e perturbarem gravemente o processo harmonioso de coordenação econômica.

Consideração especial em relação aos seguros de crédito

Finalmente, é necessário fazer uma breve referência aos seguros de crédito que surgiram espontaneamente nas economias desenvolvi-

[109] Economicamente, é fácil demonstrar que uma operação financeira com pacto de recompra a qualquer momento, garantido no valor original (e não ao oscilante preço imprevisível de mercado secundário) é um depósito à vista que exige um coeficiente de caixa de 100%. De fato, a única forma de poder se assegurar, a qualquer momento, do exercício de todas as operações do pacto de recompra é dispondo de uma reserva de dinheiro idêntica ao valor total que teria de ser desembolsado caso todos os pactos de recompra fossem exercitados ao mesmo tempo (coeficiente de caixa de 100%). Não ocorrendo tal situação, existirá sempre a possibilidade de não poder se cumprir o exercício imediato da opção de recompra. Essa possibilidade, converter-se-á praticamente em uma certeza durante as etapas recessivas do ciclo econômico caso não se dispuser do apoio incondicional de um banco central que atue como emprestador de última instância.

das. Mediante cobrança de um prêmio, estes seguros garantem que, no caso de os clientes das empresas comerciais e industriais seguradas não serem capazes de pagar as dívidas, normalmente saldadas em um prazo predeterminado (de 30, 60, 90 dias, etc.) utilizando um instrumento financeiro determinada (por exemplo, letras de câmbio), a companhia de seguros pagará uma percentagem do valor (entre 75 e 95%) da dívida correspondente, assumindo-a e reclamando depois o valor ao cliente em mora. Assim, o seguro de crédito responde a uma realidade dos mercados que tem origem nos créditos que as diferentes empresas industriais e comerciais costumam conceder, de forma generalizada aos clientes. Economicamente, este crédito corresponde a uma operação tradicional pela qual os poupadores, geralmente os capitalistas proprietários da empresa, adiantam recursos financeiros durante um determinado período de tempo aos trabalhadores e proprietários dos fatores de produção originais, bem como aos clientes, a quem concedem um prazo de uma série de meses para que possam pagar o montante das dívidas. Logicamente, este crédito concedido aos clientes exige sempre que, anteriormente, determinados agentes econômicos se tenham sacrificado e reduzido o consumo, poupando os respectivos recursos para tornar possível esta possibilidade de pagamento. Assim, o crédito ao cliente não pode ser gerado do nada, pressupondo sempre uma poupança prévia de alguém (o proprietário da empresa que oferece o crédito). Na ausência de distorções provocadas pelas expansão de crédito bancária, o seguro de crédito desempenha uma função econômica muito importante, facilitando a classificação dos clientes de acordo com o risco, graças às grandes bases de dados de informação das companhias de seguros de crédito e proporcionando também serviços jurídicos de cobrança, que tiram proveito de economias de escala substanciais de que as empresas individuais, por si sós, não podem desfrutar.

O problema surge quando a expansão de crédito de origem bancária distorce todos os mercados de crédito e provoca ciclos recorrentes de auge e recessão. De fato, na etapa do *boom* alimentado pela expansão de crédito são iniciados diversos projetos de investimento de forma artificial e sem base real que, muitas vezes, são financiados a prazo e segurados por meio do respectivo seguro de crédito. Isto faz com que as companhias especializadas em seguros de crédito assumam riscos *sistemáticos* que, pela própria natureza, não são, como já sabemos, tecnicamente seguráveis. Efetivamente, mais cedo ou mais tarde, o processo de expansão reverterá e as falências, as suspensões de pagamentos e a liquidação de projetos de investimento que acontecerão de forma generalizada tornarão evidentes os erros cometidos. Por isso, nas economias modernas sujeitas aos efeitos de distorção da expansão

de crédito, o seguro de crédito tem uma natureza cíclica, que, na ausência de um conjunto de cláusulas de salvaguarda que evitem que as seguradoras tenham a mesma sorte da generalidade dos empresários que, levados pelo otimismo, alargam indevidamente os projetos de investimento na etapa do *boom expansivo,* o impede de suportar as etapas de recessão. Entre estas cláusulas destacam-se, sobretudo, as que estabelecem franquias e prazos de carência para o pagamento do seguro, de acordo com o montante, e a que exige uma declaração judicial de insolvência definitiva que, dada a extensão dos processos concursais, pode levar muito tempo, permitindo que, entretanto, a companhia de seguros possa efetuar as necessárias cobranças e manter a necessária estabilidade financeira.[110]

Os ciclos sucessivos de auge e depressão sempre encerram um importante desafio para as companhias de seguros de crédito, que, além dos serviços tradicionais que proporcionam (cobrança, classificação de clientes, etc.), vêm prestando um serviço adicional que consiste na acumulação, coletiva e mutualista, de reservas financeiras substanciais durante as fases de auge para fazer frente ao pagamento sistemático das indenizações que surgem nas etapas de crise e recessão. Em todo o caso, é preciso reconhecer que as cautelas jurídicas até agora desenvolvidas não foram suficientes para evitar a falência e a liquidação de algumas das seguradoras de crédito mais importantes do mundo ocidental em cada uma das últimas crises que aí deflagraram e que o seguro de crédito será sempre uma instituição muito vulnerável às etapas de recessão, especialmente enquanto o sistema bancário continue a exercer a sua atividade com em coeficiente de reserva fracionário.[111]

[110] Para uma boa análise econômica do direito concursal ver Francisco Cabrillo, *Quiebra e liquidación de empresas*, Unión Editorial, Madrid 1989.

[111] Como é evidente, é impossível que as companhias de seguros de crédito segurem tecnicamente os créditos concedidos pelo sistema bancário na fase de expansão, uma vez que, como já tivemos oportunidade de demonstrar, não existe a necessária independência entre a existência do seguro e os resultados do fenômeno que se pretende segurar. De fato, se os créditos concedidos pelos bancos fossem segurados, não haveria limite para a expansão, e, na inevitável etapa de recessão provocada pela expansão de crédito, aumentaria de forma sistemática o descumprimento, o que inviabilizaria o seguro. Assim, as razões que impossibilitam o seguro de depósitos à vista por meio da lei dos grandes números e do coeficiente de reserva fracionária são as mesmas que fazem com que seja tecnicamente impossível segurar as operações de crédito dos bancos.

Capítulo 8

Teoria do Sistema Bancário Central e do Sistema Bancário Livre

Neste capítulo, apresentamos uma análise teórica dos argumentos que foram elaborados a favor e contra o sistema bancário central e o sistema bancário livre ao longo da história do pensamento econômico. Começaremos por rever a discussão teórica entre os partidários de um sistema bancário privilegiado, ou seja, não submetido aos princípios tradicionais do Direito e, logo, capaz de expandir o crédito (a que chamaremos Escola Bancária), e os teóricos que sempre defenderam a submissão do sistema bancário às regras e aos princípios universais (a que chamaremos Escola Monetária).[1] A análise e avaliação das contribuições teóricas da Escola Bancária e da Escola Monetária nos possibilitará o estudo, ainda neste capítulo, da discussão entre os partidários do banco central e os do sistema bancário livre. Veremos que, apesar de, no início, os teóricos da Escola Monetária terem, em geral, defendido o banco central, e os teóricos da Escola Bancária apoiado um regime de atividade bancária livre, em última instância, acabaram por preponderar as doutrinas inflacionistas da Escola Bancária, paradoxalmente sob o impulso e patrocínio do banco central. Na verdade, uma das conclusões mais importantes da presente análise é que o banco central, longe de ser um resultado espontâneo de cooperação social, surge de forma inevitável quando a atividade bancária privada se baseia em um coeficiente de reserva fracionário, uma vez que os próprios banqueiros privados acabam por reclamar a criação de um emprestador de última instância nas situações de crise e recessão econômica geradas ciclicamente por tal sistema. Continuaremos este capítulo com a aplicação do teorema da impossibilidade do cálculo econômico socialista à atividade do banco central, o que explica também as dificuldades da legislação bancária administrativa tal como

---

[1] As definições da Escola Bancária e da Escola Monetária que damos no texto são, basicamente, as propostas por Anna J. Schwartz, para quem aos teóricos da Escola Monetária defendem que a política monetária deve sujeitar-se às regras e princípios gerais do Direito, ao passo que os membros da Escola Bancária pretendem, em geral, dar completa liberdade aos banqueiros (e, eventualmente, ao banco central) para que atuem discricionariamente mesmo à margem dos princípios tradicionais do Direito. Anna J. Schwartz afirma que, de fato, toda a polêmica entre ambas as escolas está centrada na questão de se *"policy should be governed by rules (espoused by adherents of the Currency School), or whether the authorities should allow discretion (espoused by adherents of the Banking School)"*. Ver o artigo de Anna J. Schwartz, "Banking School, Currency School, Free Banking School" publicado no vol. I de *The New Palgrave: Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, Londres 1992, pp. 148-151.

foi desenvolvida até agora. Por fim, mostraremos que os teóricos que atualmente defendem o sistema bancário livre caem com frequência no erro de admitir e justificar o coeficiente fracionário de reserva, sem perceber que tal concessão não só tornaria inevitável o reaparecimento do banco central, como daria origem a crises cíclicas perturbadoras para a economia e a sociedade.

1
Análise crítica da Escola Bancária

Nesta seção, analisaremos os argumentos teóricos construídos pelos defensores do sistema bancário de reserva fracionária para justificar tal sistema. Embora tradicionalmente se considere que estes argumentos foram elaborados no contexto da discussão entre a denominada “Escola Bancária” (*Banking School*) e a chamada “Escola Monetária” (*Currency School*) surgida a partir da primeira metade do século XIX na Inglaterra, a verdade é que os primeiros argumentos relativos ao sistema bancário com reserva fracionária e à oposição entre os dois pontos de vista (o bancário e o monetário) remontam às contribuições dos teóricos da Escola de Salamanca nos séculos XVI e XVII.

Os pontos de vista bancário e monetário na Escola de Salamanca

As contribuições dos teóricos da Escola de Salamanca no campo monetário são importantes e foram profundamente estudadas.[2]

O primeiro tratado da escolástica espanhola sobre moeda foi publicado por Diego de Covarrubias y Leyva, em 1550, com o título de *Veterum collatio numismatum*. Neste trabalho, o famoso bispo de Segóvia faz um estudo da história da desvalorização do maravedi castelhano e apresenta uma grande quantidade de estatísticas sobre a evolução dos preços. Embora no tratado de Covarrubias já se encontrem implícitas as ideias essenciais da teoria quantitativa da moeda, este carece ain-

---

[2] Ver, sobretudo a investigação publicada por Marjorie Grice-Hutchinson sob a direção de F.A. Hayek com o título *The School of Salamanca: Readings in Spanish Monetary Theory, 1544-1605,* Clarendon Press, Oxford 1952; Murray N. Rothbard, “New Light on the Prehistory of the Austrian School”, publicado em *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Edwin G. Dolan (ed.), ob. cit., pp. 52-74; Alejandro A. Chafuen, *Economía e ética: raíces cristianas de la economía de libre mercado*, Ediciones Rialp, Madrid 1991, especialmente as pp. 85-93. Sobre Marjorie Grice-Hutchinson, consultar os elogiosos comentários de Fabián Estapé na sua Introdução à 3.ª edição espanhola do livro de Joseph A. Schumpeter *Historia del análisis económico*, Editorial Ariel, Barcelona 1994, pp. xvi-xvii.

da de uma teoria monetária articulada de forma explícita.[3] Só alguns anos depois, em 1556, Martín de Azpilcueta indica, de forma clara e completa, que o aumento dos preços, ou, se se preferir, a diminuição do poder de compra da moeda, é o resultado do aumento da oferta monetária que estava acontecendo em Castela como consequência da enorme afluência de metais preciosos provenientes da América.

De fato, Martín de Azpilcueta descreve impecavelmente a relação entre a quantidade de moeda e os preços. Segundo ele:

> Nas terras onde há grande falta de moeda, todas as outras coisas vendáveis, e até as mãos e o trabalho dos homens, oferecem-se por menos dinheiro do que onde há abundância; como se vê pela experiência da França, por exemplo, onde há menos dinheiro que em Espanha, valem muito menos o pão, o vinho, os tecidos, as mãos e os trabalhos; e mesmo em Espanha, no tempo em que havia menos dinheiro, por muito menos se oferecia as coisas vendáveis, as mãos e os trabalhos dos homens do que depois de a descoberta das Índias a ter coberto de ouro e prata. *A razão de tal é que o dinheiro vale mais onde e quando há falta dele, do que onde e quando há abundância*."[4]

Ora, comparado com os profundos e detalhados estudos levados a cabo sobre a teoria monetária da Escola de Salamanca, o esforço feito até agora para analisar e avaliar a posição dos escolásticos a respeito do negócio bancário foi muito menor.[5] No entanto, os teóricos da Escola de Salamanca efetuaram uma análise muito incisiva das práticas bancárias e, em grande medida, foram precursores das diferentes posições que mais de dois séculos depois se reproduziram na discussão

[3] A edição que utilizei é a das *Omnia opera*, publicada em Veneza, em 1604, e que inclui o tratado sobre a moeda de Diego de Covarrubias no vol. I com o título completo de *Veterum collatio numismatum, cum his, quae modo expenduntur, publica, et regia authoritate perpensa*, ob. cit., pp. 669-710. Este trabalho de Diego de Covarrubias é frequentemente citado por Davanzati, e pelo menos uma vez no capítulo 2 da famosa *Della moneta*, de Ferdinando Galiani, Giuseppe Raimondi, Nápoles 1750, p. 26. Carl Menger refere-se também ao trabalho de Covarrubias em *Grundsätze der Volkswirthschaftlehre*, ob. cit (p. 257).

[4] Martín de Azpilcueta, *Comentario resolutorio de cambio*s, edição do Consejo Superior de Investigaciones Científicas, Madrid 1965, pp. 74-75 (itálico acrescentado). No entanto, Nicolau Copérnico enunciou uma versão (mais embrionária) da teoria quantitativa da moeda no livro *De monetae cudendae ratio* (1526) trinta anos antes de Martín de Azpilcueta. Ver: Murray N. Rothbard, *Economic Thought Before Adam Smith*, ob. cit., p. 165.

[5] Ver, por exemplo, os comentários de Francisco Gómez Camacho na Introdução a Luis de Molina, *La teoría do justo precio*, Editora Nacional, Madrid 1981, pp. 33-34; de Restituto Sierra Bravo, *El pensamiento social e económico de la escolástica desde sus orígenes al comienzo do catolicismo social*, ob. cit., vol. I, pp. 214-237; bem como o artigo de Francisco Belda, que comentamos *in extenso* nas páginas seguintes, e o mais recente de Jesús Huerta de Soto, "New Light on the Prehistory of the Theory of Banking and the School of Salamanca", ob. cit.

entre os membros da chamada "Escola Bancária" (*Banking School*) e os da "Escola Monetária" (*Currency School*).

No capítulo II deste livro, já nos referimos ao tratamento crítico do negócio bancário baseado na reserva fracionária efetuado pelo Doutor Saravia de la Calle nos últimos capítulos da sua *Instrucción de mercaderes*. Martín de Azpilcueta e Tomás de Mercado desenvolveram também uma análise rigorosa da atividade bancária que, embora não atinja os níveis de crítica de Saravia de la Calle, inclui um impecável tratamento das exigências que, de acordo com a justiça, devem ser observadas no contrato de depósito bancário de moeda. Este primeiro grupo de autores pode ser considerado como parte de uma incipiente "Escola Monetária", que se desenvolveu no seio da Escola de Salamanca desde o início e que se caracterizaria por manter posições coerentes e rigorosas em relação às exigências jurídicas do contrato de depósito bancário e por ser, em geral, muito crítico e cioso a respeito do exercício da atividade bancária.

Além deste grupo, podemos distinguir claramente um segundo conjunto de teóricos, encabeçado por Luis de Molina, e ao qual pertenciam Juan de Lugo e, em menor grau, Leonardo de Lesio e Domingo de Soto. Estes autores seguem o exemplo de Molina, caracterizando-se, como já referimos no capítulo II deste livro, pela débil fundamentação jurídica que exigem ao contrato de depósito bancário de moeda e por admitirem a manutenção de uma reserva fracionária, com o argumento de que tal contrato, mais do que um depósito, é um empréstimo ou mútuo "precário". Não vamos aqui reproduzir todos os argumentos contra a posição de Molina a respeito do contrato de depósito bancário. Diga-se apenas que é sustentado em um erro que se foi expandindo a partir do momento em que, ao longo da Idade Média, os glosadores começaram a instituição do *depositum confessatum*. O que nos interessa agora é que este segundo grupo de autores da Escola de Salamanca foi muito mais "compreensivo" em relação à atividade bancária, chegando a justificar o exercício com um coeficiente de reserva fracionário. Assim, não é, de todo, impróprio considerar que este segundo grupo de autores formaria parte de uma incipiente "Escola Bancária" dentro da Escola de Salamanca, que, tal como seus sucessores de vários séculos depois da Escola Bancária inglesa e continental, não só justificaram o exercício da atividade bancária com reserva fracionária, ou seja, violando os princípios tradicionais do Direito, como acreditaram que o mesmo tinha efeitos muito positivos sobre a economia.

Embora a sua fundamentação teórica sobre o contrato bancário seja muito discutível e, em certo sentido, pressuponha um retrocesso em relação a outras posições da Escola de Salamanca, é importante

realçar que Luis de Molina foi o primeiro membro da escola de tradição bancária a aperceber-se de que os cheques e documentos que autorizavam o pagamento à vista de determinadas quantidades com base nos depósitos tinham exactamente a mesma função do dinheiro. Assim, não é verdadeira a noção generalizada de que foram os teóricos da Escola Bancária inglesa que pela primeira vez descobriram, no século XIX, que os depósitos à vista dos bancos eram parte integrante da oferta monetária, exercendo, portanto, os mesmos efeitos das notas de banco sobre a economia. Mais de dois séculos antes, já Luis de Molina tinha revelado claramente esta ideia na disputa 409 do seu *Tratado sobre los cambios*. De fato, Luis de Molina diz-nos que:

> Paga-se aos banqueiros de duas maneiras: uma, em dinheiro, entregando-lhes as moedas; e outra, por letras de câmbio, ou quaisquer outras letras, em virtude das quais aquele que deve pagar a letra passa a dever ao banco a quantidade nela indicada que se pagará na conta de quem deposite a letra no banco.[6]

Molina refere-se concretamente a uns documentos a que chama em latim *chirographis pecuniarum*, utilizados para pagar a maior parte das transações efetuadas nos mercados. Assim,

> Embora sejam muitas as transações que se realizam em dinheiro, a maior parte é feita mediante documentos que atestam ou que o banco lhes deve dinheiro ou que aceita pagar, ficandoo dinheiro recebido no banco". Molina assinala ainda, que estes cheques têm um valor liberatório "à vista", indicando que "estes pagamentos costumam chamar-se 'à vista', porque o dinheiro deve pagar-se no momento em que a letra seja apresentada e lida.[7]

Mas a ideia mais importante de Molina, expressa muito antes de Thornton em 1797 e Pennignton em 1826, é a de que o volume de transações monetárias efetuadas em um mercado não poderia ser pago com a quantidade de dinheiro vivo que muda de mãos, não fosse a utilização da moeda gerada pelos bancos por meio de anotações dos depósitos e da emissão de cheques por parte dos depositantes. Desta forma, graças à atividade financeira dos bancos, é criada do nada uma nova quantidade de moeda em forma de depósitos que é utilizada nas transações. De fato, Molina diz-nos expressamente que se formalizam:

---

[6] Luis de Molina, *Tratado sobre los cambios*, edição con uma Introdução de Francisco Gómez Camacho, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid 1990, p. 145.

[7] Luis de Molina, *ibidem*, p. 146.

> A maior parte das transações é feita antecipadamente e [concluídas] mediante documentos assinados; uma vez que *a moeda não é tão abundante, que possa comprar em dinheiro a enorme quantidade de mercadorias que aí se vende, se tiverem de ser pagas em dinheiro vivo ou para que possam efetuar-se tantos negócios*.[8]

Por fim, Molina distingue muito claramente entre as operações que envolvem a concessão de um crédito, uma vez que o pagamento da dívida é adiado, das que se efetuam com *dinheiro vivo*, mediante cheque ou por intermédio de uma conta bancária, concluindo que:

> deve advertir-se que não se considera compra a crédito se o preço é cobrado à própria conta bancária, embora não se pague imediatamente em dinheiro, uma vez que o banqueiro pagará em dinheiro o saldo devedor, pelo menos, no fechamento do mercado".[9]

Por sua vez, Juan de Lugo, segue à risca a doutrina de Molina ao considerar que o depósito bancário de moeda não é mais do que um mútuo ou empréstimo "precário" que o banqueiro pode utilizar nos negócios particulares enquanto não for requerido pelos depositantes.[10]

A posição de Molina e Lugo quanto à fundamentação jurídica do contrato de depósito bancário é tão confusa, que chegam até a admitir que possa ter uma natureza jurídica distinta de acordo com a parte que o efetua (ou seja, que pode ser um depósito para os depositantes e um contrato de empréstimo para o banqueiro). Aparentemente não veem qualquer incongruência nessa posição e só fixam um limite para a atividade dos banqueiros: que atuem com "prudência" para que, em virtude da Lei dos Grandes Números, disponham sempre de liquidez suficiente para permitir a devolução dos depósitos que "normalmente" lhes seja exigida. Não percebem que o critério de *prudência* não é um critério objetivo que possa orientar a ação do banqueiro. Em primeiro lugar, não coincide com a capacidade de devolver os depósitos que tenham em cada momento, sendo que eles mesmos têm um cuidado de realçar que os banqueiros incorrem em um "pecado mortal" quando utilizam fundos dos depositantes em atividades imprudentes e especulativas, *mesmo que tenham um resultado feliz e possam devolver a*

---

[8] Luis de Molina, *ibidem*, p. 147 (itálico acrescentado).

[9] Luis de Molina, *ibidem*, p. 149.

[10] "*Quare magis videntur pecuniam precario mutuo accipere, reddituri quotiscumque exigetur a deponente. Communiter tamen, pecunia illa interim negotiantur, et lucrantur, sine ad cambium dando, sine aliud negotiationis genus exercendo*." Citação literal da p. 406, seção 5, n.º 60, "*De Cambiis*", Joannis de Lugo Hispalensis, Societatis Iesu, *Disputationum de iustitia et iure, Tomus Secundus*, Sumptibus Petri Prost, Lyon 1642.

tempo o dinheiro aos depositantes.[11] Além disso, o critério de prudência também não é uma condição suficiente: pode-se ser muito prudente, mas muito pouco perspicaz ou até ter pouca sorte nos negócios, e chegar ao momento de devolver os depósitos sem se ter a liquidez suficiente para o fazer.[12] Assim, em que consistirá o critério de prudência? É evidente que não é possível dar uma resposta objetiva que possa servir de guia para a atividade dos banqueiros. Sobretudo quando, como vimos nos capítulos anteriores, a Lei dos Grandes Números não é aplicável ao negócio bancário baseado na reserva fracionária, uma vez que a expansão de crédito daí decorrente dá ensejo ao surgimento de ciclos recorrentes de auge e recessão que acabarão, forçosamente, colocando os banqueiros em dificuldades. De fato, a própria atividade bancária provoca crises de liquidez e, por conseguinte, as insolvências generalizadas dos bancos. Em todo o caso, no momento da crise, é muito possível que o banco não seja capaz de pagar, ou pode ser que suspenda os pagamentos. Caso os credores tenham a sorte de receber o dinheiro que lhes é devido, isso só acontecerá, no melhor dos casos, depois de um período prolongado de liquidação em que o papel dos depositantes será alterado. Perdem a disponibilidade imediata do dinheiro e se convertem em emprestadores forçados, obrigados a adiar o levantamento dos próprios depósitos até ao momento em que termine a liquidação do banco. Além disso, durante este período a oferta monetária reduz-se em um montante global igual ao valor de todos estes "depósitos" assim imobilizados.

Foram, sem dúvida, tais considerações que levaram Tomás de Mercado a assinalar que os princípios de prudência enunciados por Molina e Juan de Lugo constituem um objetivo que, na prática, nenhum banqueiro cumpre. Aparentemente, Tomás de Mercado tinha consciência de que tais princípios não serviam de guia prático de atuação para garantir a solvência bancária. E, na verdade, se esses princípios são ineficazes para alcançar o objetivo de solvência e liquidez permanentes, o sistema do sistema bancário com reserva fracionária não será capaz de cumprir os compromissos em todas as circunstâncias.

Dois economistas jesuítas voltaram a estudar recentemente a doutrina dos escolásticos em relação ao negócio bancário, um do ponto de vis-

---

[11] Juan de Lugo é, talvez, quem de forma mais sintética e clara expressa este princípio, como já vimos na nota 103 do capítulo II.

[12] Ou seja, podem ser cometidos erros empresariais puros e genuínos (não asseguráveis por meio da Lei dos Grandes Números) que levem a graves perdas empresariais, independentemente do grau de prudência com que se tenha atuado. Sobre o conceito de "erro genuíno", consultar Israel Kirzner, "Economics and Error", em *Perception, Opportunity and Profit*, The University of Chicago Press, Chicago 1979, cap. 8, pp. 120-136.

ta da Escola Bancária e o outro da perspectiva da Escola Monetária. O primeiro é o jesuíta espanhol Francisco Belda, autor de um interessante trabalho intitulado "Ética de la creacción de créditos según da doctrina de Molina, Lesio y Lugo".[13] De fato, para o padre Belda, é evidente que:

> Da descrição de Molina se depreende que, no caso dos banqueiros, há uma verdadeira criação de créditos. Graças à intervenção dos bancos criou-se um poder de compra que não existia anteriormente. O mesmo dinheiro é utilizado duas vezes simultaneamente; o banco utiliza-o nos seus negócios e o depositante também. O resultado total é que a quantidade de meios de pagamento em circulação é várias vezes superior à quantidade real de dinheiro vivo que lhe deu origem e o banco tira proveito de todas estas operações.

Belda considera ainda que, para Molina, *"pode-se negociar licitamente com os depósitos dos clientes, contanto que se seja prudente e não se arrisque a não poder cumprir as obrigações no tempo devido."*[14]

Belda afirma que Juan de Lugo efetua:

> Uma descrição minuciosa das práticas de cambistas e banqueiros. Aqui encontramos uma aprovação explícita da criação de crédito, embora não sob o aspecto formal de crédito *criado*. Os bancos negociam com os depósitos dos clientes, os quais, por sua vez, não se veem privados do uso do próprio dinheiro. Há uma expansão dos meios de pagamento realizada pelos bancos mediante créditos, descontos de efeitos comerciais e outras atividades econômicas realizadas com dinheiro alheio. O resultado final é um aumento do poder de compra no mercado muito superior à quantidade representada pelos depósitos em dinheiro que lhes deu origem".[15]

Obviamente, Belda conclui, de forma acertada que, entre as doutrinas dos escolásticos, as de Molina e Lugo são as mais favoráveis ao negócio bancário. No entanto, temos de criticar o padre Belda por não apresentar as posições de outros membros da Escola de Salaman-

---

[13] Publicado na revista *Pensamiento*, revista trimestral de investigação e informação filosófica, publicada pelas Facultades de Filosofía de la Compañía de Jesús em España, n.º 73, vol. 19, Madrid, Janeiro-Março 1963, pp. 53-89.

[14] Padre Francisco Belda, ob. cit., pp. 63 e 69.

[15] Francisco Belda, ob. cit., p. 87. A referência a Juan de Lugo corresponde ao tomo 2, disposição 28, seção 5.ª, nn. 60-62 da obra de Juan de Lugo que já citamos atrás.

ca, em particular as de Tomás de Mercado e, sobretudo, de Martín de Azpilcueta e Saravia de la Calle, que, como sabemos, são muito mais rigorosas e críticas no julgamento da instituição bancária. Além disso, a análise das contribuições de Molina e Lugo efetuada por Belda é sustentada em uma concepção keynesiana da economia que não só ignora todos os efeitos negativos que a expansão de crédito exerce sobre a estrutura produtiva, como a considera altamente benéfica, uma vez que aumenta a "procura efetiva" e o rendimento nacional. Assim, a análise de Belda é um estudo, feito sob a perspectiva da escola keynesiana e bancária, das contribuições dos membros da Escola de Salamanca menos rigorosos em relação à justificação jurídica da instituição do depósito bancário de moeda e, logo, mais inclinados a considerar legítima a atividade bancária baseada em um coeficiente de reserva fracionário.

Existe, porém, um tratado de Economia de outro notável jesuíta, o padre Bernard W. Dempsey, intitulado *Interest and Usury*[16], no qual é feita uma análise da posição dos membros da Escola de Salamanca em relação ao negócio bancário, sustentado em uma profunda bagagem de teoria monetária, do capital e dos ciclos, muito superior à utilizada pelo padre Belda.[17]

Curiosamente, Dempsey não desenvolve a tese analisando as posições dos autores da Escola de Salamanca mais contrários à atividade bancária (Saravia de la Calle, Martín de Azpilcueta e Tomás de Mercado), centra-se, antes, nos trabalhos dos representantes mais favoráveis à mesma (Luis de Molina, Juan de Lugo e Lesio). Dempsey faz um estudo exegético das obras destes autores que o leva à conclusão de que, *do ponto de vista das suas próprias doutrinas, a atividade bancária baseada na reserva fracionária não seria legítima*. Esta conclusão está baseada no fato destes autores defenderem a aplicação de princípios tradicionais sobre a usura à instituição bancária e aos efeitos econômicos, que, embora desconhecidos na altura, já haviam sido revelados teoricamente por Mises e Hayek quando Dempsey escreveu o trabalho. De fato, embora seja necessário reconhecer o tratamento mais

[16] Bernard W. Dempsey, *Interest and Usury*. Introdução de Joseph A. Schumpeter, American Council of Public Affairs, Washington DC, 1943. Assinale-se que o artigo do padre Belda surgiu precisamente como uma crítica, a partir do ponto de vista keynesiano, às teses defendidas por Dempsey neste livro. Agradeço ao professor James Sadowsky, da Fordham University, por me ter disponibilizado um exemplar do livro de Dempsey, que não pude encontrar na Espanha.

[17] O grande conhecimento teórico e a completa familiaridade do padre Dempsey com as doutrinas econômicas de Ludwig von Mises, Friedrich A. Hayek, Wicksell, Keynes e outros merece grande destaque na Introdução que Schumpeter escreveu para o livro de Dempsey. Além disso, Schumpeter cita elogiosamente Dempsey na monumental *Historia del análisis económico*. Ver a 3.ª edição espanhola publicada de 1994, ob. cit., pp. 34 e 143.

favorável ao sistema bancário por parte de Molina e Lugo, Dempsey indica expressamente que os empréstimos gerados do nada pelos bancos, graças ao exercício da atividade com coeficiente de reserva fracionário, envolvem a criação de um poder de compra que não exige qualquer tipo de poupança voluntária ou sacrifício prévio. O resultado é um grande prejuízo de um elevado número de terceiros, que veem o poder de compra das unidades monetárias diminuir como consequência da expansão inflacionária dos bancos.[18] De acordo com Dempsey, esta criação de poder de compra a partir do nada, que não pressupõe a perda prévia de qualquer poder de compra por parte de terceiros, é contrária aos princípios essenciais do Direito, tal como foram entendidos pelos próprios Molina e Lugo e, neste sentido, seria condenável. Em particular, Dempsey afirma que:

> *We may conclude from this that a Scholastic of the seventeenth century viewing the modern monetary problems would readily favour a 100 percent reserve plan, or a time limit on the validity of money. A fixed money supply, or a supply altered only in accord with objective and calculated criteria, is a necessary condition to a meaningful just price of money.*[19]

Dempsey insiste que a expansão de crédito gerada pelo sistema bancário deprecia o poder de compra da moeda, pelo que os bancos tendem a devolver os depósitos de dinheiro que lhes são reclamados em unidades monetárias cujo poder de compra é cada vez mais reduzido. Isto leva à conclusão de que se o funcionamento do processo econômico provocado pelo sistema bancário baseada em uma reserva fracionária tivesse sido bem conhecido teoricamente pelos membros da Escola de Salamanca, teria sido classificado, pelos próprios Molina, Lesio e Lugo, como um vasto, prejudicial e ilegítimo processo de usura institucional.

---

[18] "*The credit expansion results in the depreciation of whatever circulating medium the bank deals in. Prices rise; the asset appreciates*. The bank absolves its debt by paying out on the deposit a currency of lesser value [...] *No single person would be convinced by a Scholastic author of the sin of usury. But the* process *has operated usuriously; again we meet systematic or institutional usury* [...] *The modern situation to which theorists have applied the concepts of divergence of natural and money interest, divergences of saving and investment, divergences of income disposition from tenable patterns by involuntary displacements, all these have a sufficient common ground with late medieval analysis to warrant the expression, 'institutional usury', for the movements heretofore described in the above expressions*". Padre Bernard W. Dempsey, *Interest and Usury*, pp. 225 e 227-228 (grifos nossos). Dempsey, em suma, limita-se a aplicar ao negócio bancário a tese apresentada por Juan de Mariana no seu *Tratado y discurso sobre la moneda de vellón*, ob. cit.

[19] Bernard W. Dempsey, *Interest and Usury*, ob. cit., p. 210. A tradução desta passagem para português poderia ser: "Daqui, podemos concluir que um escolástico do século dezessete que visse os problemas monetários modernos apoiaria rapidamente o plano de reservas de 100% ou o estabelecimento de um limite temporal para o período de validade da moeda. Na verdade, uma oferta monetária fixa ou que só se altere de acordo com critérios objetivos e calculáveis é uma condição necessária para todo o preço justo da moeda que faça sentido."

Analisadas as principais posições dos membros da Escola de Salamanca sobre o negócio bancário, vamos agora ver como as ideias foram aproveitadas e desenvolvidas nos séculos seguintes tanto pelo pensamento europeu continental como pelo anglo-saxônico.

A RECEPÇÃO NO MUNDO ANGLO-SAXÔNICO DAS IDEIAS SOBRE A MOEDA BANCÁRIA

Embora este não seja o local adequado para analisar ao pormenor a evolução do pensamento monetário desde os escolásticos até à escola clássica inglesa,[20] interessa-nos comentar de forma breve a evolução das ideias sobre a atividade bancária com reserva fracionária até ao período do século XIX em que, no Reino Unido, se inicia oficialmente a discussão entre a *Banking School* (Escola Bancária) e a *Currency School* (Escola Monetária).

As ideias monetárias seminais dos membros da Escola de Salamanca são, mais tarde, acolhidas pelos italianos Bernardo Davanzati[21] e Geminiano Montanari, cujo livro *La moneta* foi publicado em 1683.[22] Nos tratados, esses teóricos partem das contribuições da Escola de Salamanca e desenvolvem a teoria quantitativa da moeda a partir da teoria apresentada por Martín Azpilcueta e outros escolásticos. Embora essa influência monetária se faça sentir imediatamente na Inglaterra pelos trabalhos de Sir William Petty (1623-1687),[23] John Locke (1632-1704)[24] e outros, é preciso esperar pelos trabalhos de John Law, Richard Cantillon e David Hume para encontrar referências expressas à problemática do exercício do negócio bancário com reserva fracionária em matéria monetária e em relação à estrutura produtiva.

---

[20] Existe um resumo condensado e brilhante desta história monetária com o título "English Monetary Policy and the Bullion Debate", nos caps. 9-14, que constituem a parte III do volume 3 de *The Collected Works* de F.A.Hayek Também pode consultar-se o cap. 6 do livro de D. P. O'Brien, *The Classical Economists*, Oxford University Press, Oxford 1975. E ainda M. N. Rothbard, *An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, vol. II, *Classical Economics*, ob. cit., caps. V-VII.

[21] A obra de Davanzati foi traduzida para inglês e publicada em Londres em 1696 com o título *A Discourse upon Coins*, J.D. and J. Churchill, Londres, 1696.

[22] O título original do livro de Montanari era *La zecca in consulta di stato*, e foi reeditado com o título *La moneta* em los *Scrittori classici italiani di economía política*, G. Destefanis, Milão 1804, vol. III.

[23] Ver *Sir William Petty's Quantulumcumque Concerning Money*, 1682, incluído em *The Economic Writings of Sir William Petty*, reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York, 1964, vol. 1, pp. 437-448.

[24] Os trabalhos sobre teoria monetária de Locke, que foi o primeiro em introduzir na Inglaterra a ideia de que o valor da unidade monetária é determinado, em última instância, pela quantidade de moeda em circulação, são "Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interest, and Raising the Value of Money" (Awnsham e John Churchill, Londres 1692) e "Further Considerations Concerning Raising the Value of Money" (Awnsham e John Churchill, Londres 1695), ambos reeditados em *The Works of John Locke*, 12.ª edição, vol. IV, C.& J. Rivington, Londres 1824.

Já tivemos oportunidade de nos referirmos a John Law (1671-1729) no capítulo II deste livro, onde destacamos não só a personalidade invulgar, mas também o aspecto arbitrário e inflacionário de suas propostas em matéria monetária. Apesar de devermos a Law algumas contribuições originais de valor, e, em particular, a crítica da teoria nominalista e convencional sobre a origem da moeda de Locke,[25] é também o primeiro a tentar dar cobertura teórica à falaz e popular ideia de que o crescimento da quantidade de moeda em circulação estimula sempre o desenvolvimento da atividade econômica. De fato, depois de considerar corretamente que a moeda, como meio de troca geralmente aceito, possibilita a multiplicação de trocas e o alargamento da divisão do trabalho, Law infere errôneamente que quanto maior a quantidade de moeda em circulação, mais se intensificarão as trocas e o nível de atividade econômica. O que se segue é um erro fatal de sua doutrina, ou seja, a crença de que a oferta de moeda se adaptará sempre à "demanda" e, em particular, ao número de habitantes e ao nível de atividade econômica. Desta forma, se a quantidade de moeda em circulação não aumentar na mesma proporção do desenvolvimento da atividade econômica, esta entra em queda e o emprego diminui.[26] Esta teoria de Law, cujos erros viriam a ser apontados por Hume e pelos teóricos monetários da Escola Austríaca, perdura, de uma forma ou de outra, até hoje, não só por intermédio dos teóricos da Escola Bancária do século XIX, mas também dos próprios teóricos das modernas escolas monetarista e, sobretudo, keynesiana. Em suma, Law atribui o baixo nível de atividade econômica na Escócia do seu tempo à "reduzida" oferta monetária em circulação no país, levando, assim, até às últimas consequências as ideias monetárias da escola mercantilista. Por isso, Law propõe como objetivo prioritário de toda a política econômica aumentar a quantidade de moeda em circulação, o que pretendeu efetuar em 1705 com a introdução de papel-moeda coberto pelo ativo real mais importante da época, a terra.[27]

---

[25] Recorde-se que Carl Menger afirmou que Law foi quem primeiro enunciou corretamente a teoria evolucionista sobre a origem da moeda (ver a nota da p. 325 da recente edição espanhola do livro de Menger *Principios de Economía Política*, Unión Editorial, Madrid 1997).

[26] De Law podemos consultar a obra *Money and Trade Considered, with a Proposal for Supplying the Nation with Money*, publicada originalmente por A. Anderson, Edimburgo, 1705, e reeditada por Augustus M. Kelley, Nova York, 1966. Nas palavras do próprio Law: *"the quantity of money in a state must be adjusted to the number of its inhabitants* [...] *One million can create employment for only a limited number of persons,* [...] *a larger amount of money can create employment for more people than a smaller amount, and each reduction in the money supply lowers the employment level to the same extent."* Citado por F. A. Hayek em "First Paper Money in Eighteenth century France", cap. X de *The Trend of Economic Thinking*, ob. cit., p. 158. Em Espanha, um bom tratamento da influência de John Law nas origens da teoria monetária pode ser encontrado no cap. I dedicado a "Los orígenes do inflacionismo: John Law", do interesante livro de José Antonio de Aguirre *El poder de emitir dinero: De J. Law a J.M. Keynes*, Unión Editorial, Madrid 1985, pp. 23-41.

[27] Ver *John Law's "Essay on a Land Bank"*, Antoin E. Murphy (ed.), Aeon Publishing, Dublin 1994.

Mais tarde, mudou de opinião e centrou todo o esforço de política econômica no estabelecimento de um sistema bancário com reserva fracionária que, por meio da emissão de papel-moeda redimível em espécie, deveria aumentar a quantidade de dinheiro ao ritmo que fosse necessário em cada circunstância para manter e estimular a atividade econômica. Não vamos repetir aqui os pormenores do *boom* inflacionário gerado pelas propostas de Law na França no século XVIII, nem o fracasso de todo o sistema, que provocou graves danos econômicos e sociais no país.

Um contemporâneo de John Law foi o também especulador e banqueiro Richard Cantillon (c. 1680-1734), cujas aventuras já abordamos neste livro. Cantillon era dotado de uma grande perspicácia para o desenvolvimento de análises teóricas. Particularmente relevante é sua análise a respeito da influência do aumento da quantidade de moeda em circulação sobre os preços, que afeta, primeiro, o preço de determinados bens e serviços e se alarga gradualmente ao longo de um período mais ou menos prolongado por todo o sistema econômico. Assim, para Cantillon, e, mais tarde, para Hume, as variações na quantidade de moeda afetam principalmente a estrutura de *preços relativos*, mais do que o nível geral de preços. Em todo o caso, Cantillon era banqueiro e justificava o sistema bancário fracionário e a utilização em benefício próprio de tudo (dinheiro e valores mobiliários) o que os clientes lhe entregavam de forma indistinguível em forma de depósito irregular de bens fungíveis. De fato, no capítulo VI da terceira parte do notável *Essai sur la nature du commerce en general*, dedicado a "Des Banques, et de leur crédit", Cantillon não só faz um estudo justificativo da instituição, como chega à conclusão de que os bancos podem, em condições normais, operar sem problemas com um coeficiente de caixa de 10%. Efetivamente, Cantillon afirma que:

> *Si un particulier a mille onces à païer à un autre, il lui donnera en paiement le billet du Banquier pour cette somme: cet autre n'ira pas peut-être demander l'argent au Banquier; il gardera le billet et le donnera dans l'occasion à un troisieme en paiement, et ce billet pourra passer dans plusieurs mains dans les gros paiements, sans qu'on en aille de long-tems demander l'argent au banquier: il n'y aura que quelqu'un qui n'y a pas une parfaite confiance, ou quelqu'un qui a plusieurs petites sommes à païer qui en demandera le montant.* Dans ce premier exemple la caisse d'un Banquier ne fait que la dixième partie de son commerce.[28]

[28] Citação literal retirada da edição original de *Essai sur la nature du commerce em général*, pretensamente

Depois de Cantillon, e além das interessantes análises monetárias de Turgot, Montesquieu e Galiani,[29] é preciso esperar até à contribuição essencial de Hume para encontrar referências de interesse no campo bancário.

Os trabalhos de David Hume (1711-1776) em matéria monetária encontram-se incluídos em três breves, densos e muito lúcidos, ensaios intitulados, respectivamente, "Of Money", "Of Interest" e "Of the Balance of Trade".[30] Hume tem o especial mérito de ter refutado teoricamente as falácias mercantilistas das teorias de John Law, ao ter demonstrado que a quantidade de moeda em circulação é irrelevante do ponto de vista da atividade econômica. De fato, segundo Hume, o volume de moeda em circulação é pouco importante e, em última instância, determinará apenas que, em geral, os preços sejam nominalmente mais altos ou mais baixos, tal como definido pela teoria quantitativa. Em particular, e usando as próprias palavras de Hume, o vemos afirmar que: *"the greater or less plenty of money is of no consequence; since the price of commodities are always proportioned to the plenty of money".*[31] No entanto, o reconhecimento de que o volume de moeda

---

publicada em Londres, por Fletcher Gyles em Holborn em 1755, pp. 399- 400. A passagem do texto principal poderá ser traduzida da seguinte forma: "Se um particular pagar mil onças a outro, usará uma nota do banqueiro nesse valor. Possivelmente, esta outra pessoa não irá reclamar o dinheiro ao banqueiro; guardará a nota e, quando a ocasião o justificar, dá-la-á em pagamento a um terceiro. Desta forma, a nota em questão poderá passar por muitas mãos para fazer grandes pagamentos, sem que durante um longo período de tempo ninguém pense em requerer o seu pagamento ao banqueiro. Praticamente não haverá ninguém a, devido a falta de confiança ou à necessidade do fazer pequenos pagamentos, requerer o valor. *Neste primeiro caso, o dinheiro de um banqueiro não representa mais do que uma décima parte das suas operações*" (itálico acrescentado). Como se poder verificar, trata-se da mesma análise que mais de cem anos antes tinham feito os teóricos da Escola de Salamanca a respeito da atividade dos banqueiros de Sevilha e de outros mercados que, gozando da confiança do público, podiam exercer normalmente os negócios dispondo apenas de uma pequena fração em caixa para fazer face aos pagamentos correntes.

[29] Ferdinando Galiani continua a tradição de Davanzati e Montanari, e a a contribuição, incluída em *Della moneta*, op. cit., rivaliza até mesmo com os trabalhos de Cantillon e Hume.

[30] Estes ensaios foram recentemente reeditados de forma magnífica por Liberty Classics (David Hume, *Essays: Moral, Political and Literary*, Eugene F. Miller (ed.) Liberty Classics, Indianápolis 1985, pp. 281-327). Em Espanha, os trabalhos de Hume foram analisadas por Francisco Cabrillo em *El nacimiento de la economía internacional*, Espasa-Calpe, Madrid 1991, pp. 48-50, 54-56, 94-104 e 109-113.

[31] "A quantidade de dinheiro em circulação é irrelevante para a atividade econômica" (ver "Of Money", ob. cit., p. 281). Esta ideia essencial de Hume passa despercebida, mesmo nos nossos dias, a muitos economistas respeitáveis, como demonstra a seguinte afirmação de Luis Ángel Rojo, para quem "do ponto de vista social, os saldos reais em moeda tidos pelo público deveriam atingir o nível em que a produtividade marginal fosse igual ao custo marginal social de o produzir — um custo muito baixo em uma economia moderna. Do ponto de vista privado, a posse global de saldos reais em dinheiro atingirá o nível em que a sua produtividade marginal privada — que, para simplificar, podemos assumir ser igual à sua produtividade marginal social — seja igual ao custo privado da oportunidade de manter riqueza em forma de moeda. Como o público decidirá o volume de saldos reais em moeda que deseja possuir com base em critérios privados, o volume efetivamente detido tenderá a ser inferior ao que seria ideal do ponto de vista social." Luis Ángel Rojo, *Renta, precios e balanza de pagos*, Alianza Universidad, Madrid 1976, pp. 421-422. Nesta citação Luis Ángel Rojo não só considera a moeda uma espécie de

é irrelevante não impede Hume de admitir, com acerto, que o que tem um profundo impato sobre a atividade económica real são os *aumentos* ou as *diminuições* da quantidade de moeda em circulação, já que, mais do que o nível "geral" dos preços, este tipo de alteração afeta sempre a estrutura de preços *relativos*. De fato, os que primeiro recebem a moeda nova (ou sofrem uma diminuição nas vendas como consequência da diminuição da oferta da mesma) são sempre determinados comerciantes, iniciando-se um processo artificial de expansão (ou recessão) que tem uma grande influência sobre a atividade econômica. Hume afirma que: *"In my opinion, it is only in this interval or intermediate situation, between the acquisition of money and rise of prices, that the encreasing quantity of gold and silver is favourable to industry."*[32] Embora careça de uma teoria do capital que lhe permita ver de que forma os aumentos artificiais da quantidade de moeda afetam negativamente a estrutura produtiva, provocando uma inevitável reversão dos efeitos expansivos iniciais e, logo, a recessão, Hume intui corretamente este processo, o que o leva a ter dúvidas de que o aumento da expansão de crédito e das notas bancárias tenha qualquer vantagem econômica a longo prazo: *"This has made me entertain a doubt concerning the benefit of banks and paper-credit, which are so generally esteemed advantageous to every nation."*[33] Por isso, Hume repudia a expansão de crédito em geral e o exercício da atividade bancária com um coeficiente de reserva fracionário em particular, defendendo, como já vimos no capítulo II, o exercício estrito com um coeficiente de caixa de 100%. O autor conclui que:

> *To endeavour artificially to encrease such a credit, can never be the interest of any trading nation; but must lay them under disadvantages, by encreasing money beyond its natural proportion to labour and commodities, and thereby heightening their price to the merchant and manufacturer. And in this view, it must be allowed, that no bank could be more advantageous, than such a one as locked up all the money it received (this is the case with the Bank of Amsterdam), and never augmented the circulating coin, as is usual, by returning part of its treasure into commerce.*[34]

---

fator de produção, como não tem em conta que este cumpre perfeitamente a sua função, quer individual quer social, *independentemente do volume global*. Como sabemos desde Hume, *qualquer quantidade de moeda é ótima*, independentemente do volume.

[32] *Ibidem*, p. 286. A tradução poderia ser: "Na minha opinião, é apenas neste intervalo ou nesta situação intermédia, entre a aquisição de moeda e a subida dos preços, que o aumento da quantidade de ouro e prata é favorável à indústria."

[33] *Ibidem*, p. 284. "Isto fez-me ter dúvidas sobre o caráter benéfico dos bancos e do crédito-papel, tão geralmente vistos como vantajosos para todas as nações" (itálico acrescentado).

[34] *Ibidem*, pp. 284-285. A tradução poderia ser: "Empenhar-se artificialmente em aumentar o crédito nunca pode ser o interesse de qualquer nação comercial, antes dá azo a desvantagens, ao aumentar a moeda em maior proporção do que a natural em relação a trabalho e a mercadorias, aumentando assim o preço para

Igual valor tem o seu ensaio "Of Interest", todo ele dedicado a criticar a ideia mercantilista (hoje keynesiana) de que existe uma relação entre a quantidade de moeda e a taxa de juro. O raciocínio de Hume é o seguinte:

> *For suppose, that, by miracle, every man in Great Britain should have five pounds slipt into his pocket in one night; this would much more than double the whole money that is at present in the kingdom; yet there would not next day, nor for some time, be any more lenders, nor any variation in the interest.*[35]

De acordo com Hume, a influência da moeda sobre a taxa de juro é apenas temporária (ou seja, a curto prazo) quando a moeda aumenta como resultado de expansão de crédito, iniciando um processo que, depois de culminado, faz com que a taxa de juro volte ao seu nível anterior:

> *The increase of lenders above the borrowers sinks the interest; and so much the faster, if those, who have acquired those large sums, find no industry or commerce in the state, and no method of employing their money but by lending it at interest.* But after this new mass of gold and silver has been digested, and has circulated through the whole state, affairs will soon return to their former situation; *while the landlords and new money-holders, living idly, squander above their income; and the former daily contract debt, and the latter encroach on their stock till its final extinction. The whole money may still be in the state, and make itself felt by the encrease of prices: But not being now collected into any large masses or stocks, the disproportion between the borrowers and lenders is the same as formerly, and consequently the high interest returns.*[36]

---

o mercador e o produtor. Nesta perspectiva, nenhum banco poderia ter mais vantagens do que aquele que guarda em caixa a totalidade da moeda recebida (tal como acontece com o Banco de Amesterdã), nunca aumentando a quantidade de moeda em circulação, contra a prática habitual de fazer voltar parte dos depósitos ao comércio."

[35] David Hume, "Of Interest", ob. cit., p. 299: "Suponha-se que, por milagre, todos os homens da Grã Bretanha encontram 5 libras que lhe foram introduzidas no bolso durante a noite. Isto mais do que dobraria a totalidade de moeda que circula atualmente no reino. No entanto, no dia seguinte, não haveria mais emprestadores nem qualquer variação nos juros."

[36] David Hume, "Of Interest", ob. cit., pp. 305-306 (grifos nossos). A tradução seria: "O aumento de emprestadores em relação a tomadores sufoca os juros. E fá-lo mais rapidamente se aqueles que adquirem grandes somas não encontram indústrias ou comércios no estado ou outras formas de empregar o dinheiro a não ser emprestando-o a juros. *Mas depois de esta nova massa de ouro e prata ter sido digerida e ter circulado por todo o Estado, os assuntos voltam à sua situação anterior*; enquanto os proprietários de terras e os novos proprietários da moeda, que vivem ociosamente, a delapidam acima dos seus rendimentos; e aqueles contraem dívidas diariamente e estes utilizam uma parte cada vez maior dos estoques até que finalmente se esgotam. A totalidade da moeda pode permanecer no Estado, e fazer-se sentir através de um aumento dos preços; mas sem ser agrupado em grandes massas ou estoques, a desproporção entre os tomadores e os

É difícil encontrar uma análise tão concisa e correta como a que Hume faz nestes breves ensaios, o que nos leva a perguntar quão distinto teria sido o mundo da teoria econômica, e da realidade social, se autores como Keynes e outros tivessem lido e entendido desde o início estas importantes contribuições de Hume, imunizando-se contra as arcaicas ideias mercantilistas que, de quando em vez, reaparecem e adquirem nova popularidade.[37]

Comparadas com as teorias de Hume, as contribuições de Adam Smith devem ser consideradas, em grande medida, um claro retrocesso. Smith é não só muito mais favorável que Hume ao papel-moeda e ao crédito bancário, como defende explicitamente o exercício da atividade bancária com um coeficiente de reserva fracionário. Efetivamente, segundo Smith:

> *What a bank can with propriety advance to a merchant or undertaker of any kind, is not, either the whole capital with which he trades, or even any considerable part of that capital; but that part of it only, which he would otherwise be obliged to keep by him unemployed, and in ready money for answering occasional demands*.[38]

O único limite que Smith põe à concessão de empréstimos com base no dinheiro depositado à vista nos bancos é o do uso "prudente" dos depósitos, uma vez que se assim não for o banco perde a confiança dos clientes e entra em falência. Tal como acontecia com os teóricos da Escola de Salamanca mais favoráveis às concepções bancárias (Molina e Lugo), Adam Smith nunca chega a explicar em que consiste o critério de "prudência" nem a entender os efeitos muito prejudiciais que uma expansão temporária do crédito, em um valor superior ao da poupança voluntária, tem sobre a estrutura produtiva.[39]

---

emprestadores é a mesma que antes e consequentemente as altas taxas de juro voltam."

[37] Hayek apontou as surpreendentes carências ou *gaps* no conhecimento teórico de Keynes sobre a história do pensamento econômico inglês dos séculos XVIII e XIX em matéria monetária e afirma que, se esse conhecimento tivesse sido mais profundo, nos teríamos poupado, em grande medida, ao franco retrocesso que representaram as doutrinas keynesianas na história do pensamento econômico. Ver F. A. Hayek, "The Campaign against Keynesian Inflation", em *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, ob. cit., p. 231.

[38] Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, reeditada em 2 volumes, R.H. Campbell, A.S. Skinner e W.B. Todd (eds.), Clarendon Press, Oxford 1976, vol. I, p. 304. A tradução seria a seguinte: "O que um banco pode adiantar com prudência a uma mercador ou empresário de qualquer tipo *não é a totalidade do capital com que faz comércio nem uma parte considerável do mesmo, mas apenas a parte que, de outra forma, seria obrigado a manter ociosa e em moeda para responder a levantamentos ocasionais*." Sobre a evolução das ideias bancárias de Adam Smith pode consultar-se James A. Gherity, "The Evolution of Adam Smith's Theory of Banking", *History of Political Economy*, vol. 26, n.º 3, Outono de 1994, pp. 423-441.

[39] Edwin G. West fez notar que Perlman acredita que Smith tinha consciência dos problemas de expandir o crédito além do nível de poupança voluntária, embora não tivesse sido capaz de resolver a contradição

Depois de Adam Smith, os principais autores a analisarem temas bancários são Henry Thornton e David Ricardo. Efetivamente, Thornton foi um banqueiro que em 1802 publicou um livro notável de teoria monetária com o título *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*.[40] Thornton desenvolveu uma análise muito acertada dos efeitos que a expansão de crédito tinha sobre os preços nas diferentes etapas da estrutura produtiva, chegando até a intuir que, sempre que a taxa de juro dos bancos fosse inferior à taxa média de lucro das diferentes empresas, se incorreria em uma expansão indevida da emissão de notas, provocando inflação e, a longo prazo, efeitos depressivos. Desta forma, Thornton antecipou não só a teoria de Wicksell sobre a taxa de juro natural, mas também grande parte da teoria austríaca dos ciclos econômicos.[41]

Depois de Thornton, destacam-se sobretudo os trabalhos de David Ricardo, cuja desconfiança em relação aos bancos encontra paralelo na que tinha David Hume, e que pode considerar-se o precursor oficial da *Currency School* na Inglaterra. De fato, Ricardo era muito cioso dos abusos cometidos pelos bancos na sua época, e, em especial, do prejuízo que causavam às classes médias e baixas quando não eram capazes de cumprir os compromissos. Atribuía esses fenômenos a delitos dos banqueiros e, apesar de não ter intuído completamente o desenvolvimento da teoria austríaca ou da circulação do crédito (ou ciclos econômicos), compreendeu pelo menos que os processos artificiais de expansão e depressão tinham origem na atividade bancária e, concretamente, na emissão descontrolada de notas sem a correspondente cobertura de dinheiro vivo, injetadas no sistema econômico por um processo de expansão de crédito.[42] Na seção seguinte, faremos uma análise pormenorizada dos princípios mais importantes da Escola Monetária iniciada por Ricardo, bem como dos da Escola Bancária.[43]

---

existente entre a sua acertada tese de que só o investimento efetuado com base na poupança voluntária é positivo e o tratamento que dá ao sistema bancário baseada na reserva fracionária. Ver Edwin G. West, *Adam Smith and Modern Economics: From Market Behaviour to Public Choice*, Edward Elgar, Aldershot 1990, pp. 67-69. Pedro Schwartz assinala que "Adam Smith não falou sobre as matérias do crédito e monetárias com a mesma clareza de Hume" e que, na verdade, "induziu em erro muitos dos discípulos ao não identificar sempre os seus pressupostos institucionais." Schwartz assinala ainda que Adam Smith sabia muito menos de sistema bancário e de papel-moeda do que James Steuart, tendo afirmado até que "alguns dos critérios da exposição de Smith saíram da sua leitura de *Political Economy* de Steuart". Ver o interessante artigo de Pedro Schwartz, "El monopolio do banco central em la historia do pensamiento econômico: un siglo de miopía em Inglaterra", publicado em *Homenaje a Lucas Beltrán*, Editorial Moneda e Crédito, Madrid 1982, p. 696.

[40] Ver a edição organizada por F.A. Hayek deste livro e a respectiva Introdução, publicadas por Augustus M. Kelley, Nova York, 1978.

[41] F.A. Hayek, *The Trend of Economic Thinking*, ob. cit., pp. 194-195.

[42] Pedro Schwartz, "El monopolio do banco central em la historia do pensamiento econômico: un siglo de miopía em Inglaterra", ob. cit., p. 712.

[43] As contribuições mais importantes de Ricardo encontram-se na sua conhecida obra *Proposals for an*

A discussão entre a Escola Monetária e a Escola Bancária

Os argumentos populares a favor do exercício do sistema bancário com reserva fracionária que vinham sendo defendidos desde a época da Escola de Salamanca generalizaram-se e tornaram-se mais sistemáticos na Inglaterra na primeira metade do século XIX graças aos defensores da denominada Escola Bancária (*Banking School*).[44] De fato, durante esse período, forma-se um bem constituído grupo de teóricos (Parnell, Wilson, MacLeod, Tooke, Fullarton, etc.) que recolhe e sistematiza as três teses básicas da Escola Bancária: a) o exercício da atividade bancária com reserva fracionária está justificado teorica e legalmente e é muito benéfico para o desenvolvimento da economia; b) o sistema monetário ideal é aquele que facilita a extensão da oferta monetária de acordo com as "necessidades do comércio" e, em particular, o crescimento da população e da atividade econômica (esta é a ideia inicialmente desenvolvida por John Law); e c) graças à expansão do crédito e à emissão de notas de papel sem cobertura de moeda *commodity*, o sistema bancário de reserva fracionária permite aumentar a oferta monetária de acordo com as "necessidades do comércio", sem que se produzam efeitos inflacionistas ou distorções da estrutura produtiva.

Economical and Secure Currency (1816), que foi reeditada no vol. IV, pp. 34-106 de *The Works and Correspondence of David Ricardo*, Piero Sraffa (ed.), Cambridge University Press, Cambridge 1951-1973. As críticas de Ricardo aos bancos podem ser encontradas, entre outros lugares, na carta que escreveu a Malthus a 10 de Setembro de 1815, e que se está incluída no vol. IV de *The Works* editado por Sraffa, p. 177. Não podemos deixar de voltar a assinalar que Ricardo nunca aconselharia a um governo a restauração da paridade da sua moeda desvalorizada para o nível anterior ao da desvalorização, como se deduz claramente da carta que escreveu a John Wheatley a 18 de Setembro de 1821 (incluída no vol. IX de *The Works* organizado por Sraffa, pp. 71-74). O próprio Hayek, em 1975, escreveu o seguinte: *"I ask myself often how different the economic history of the world might have been if in the discussion of the years preceding 1925 one English economist had remembered and pointed out this long-before published passage in one of Ricardo's letters."* Ver a p. 199 de *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas* (ob. cit.). O erro fatal que significou a tentativa britânica de, depois da Primeira Guerra Mundial, restaurar o valor da libra para a paridade com o ouro, que era a paridade existente antes de o valor da libra se reduzir como consequência da guerra, já tinha sido revelado em uma situação muito semelhante (depois das guerras napoleônicas) por David Ricardo cem anos antes, altura em que afirmou que ele próprio *"never should advise a government to restore a currency which had been depreciated 30 percent to par; I should recommend, as you propose, but not in the same manner, that the currency should be fixed at the depreciated value by lowering the standard, and that no farther deviations should take place."* David Ricardo, carta já citada a John Wheatley do 18 de Setembro de 1821, incluída em *The Works and Correspondence of David Ricardo*, P. Sraffa (ed.), Cambridge, University Press, Cambridge 1952, vol. IX, p. 73. Recorde-se ainda o referido na n. 46 do capítulo VI.

[44] Na verdade, as principais doutrinas da Escola Bancária já tinham sido elaboradas, pelo menos de forma embrionária, pelos teóricos da Escola "Anti-bullonista" na Inglaterra do século XVIII. Ver o capítulo 5 ("The Early Bullionist Controversy") do livro de Murray N. Rothbard, *An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, vol. II, *Classical Economics*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1995, pp. 159-274; e também caps. 9-14 de F.A. Hayek, *The Trend of Economic Thinking*, vol. 3, ob. cit.

Entre os teóricos da Escola Bancária, destaca-se, sem qualquer dúvida, John Fullarton (*c.* 1780-1849). Fullarton foi um dos autores mais persuasivos desta Escola e, em 1844, publicou um livro intitulado *On the Regulation of Currencies*,[45] que foi amplamente difundido. Aqui, Fullarton desenvolve uma doutrina que acabaria por se tornar famosa e que é conhecida como "Lei do Refluxo" das notas bancárias e do crédito de Fullarton. Segundo Fullarton, não existe risco de inflação na expansão de crédito materializada em notas emitidas pelo sistema bancário que exerça a sua atividade com reserva fracionária, uma vez que as notas emitidas pelos bancos são introduzidas no sistema econômico sobretudo em forma de empréstimos, e não de pagamentos diretos de bens e serviços. Por conseguinte, de acordo com Fullarton, quando a economia "precisa" de mais meios de pagamento, procura mais empréstimos, e quando precisa menos, os empréstimos são devolvidos e voltam aos bancos, pelo que a expansão de crédito não tem qualquer efeito negativo no sistema econômico. Esta doutrina, que alcançou uma grande popularidade, é um claro retrocesso em relação aos avanços da teoria monetária de autores como Hume e outros. Além disso, obteve o surpreendente apoio do próprio John Stuart Mill, que veio a acabar por dar razão às teorias de Fullarton sobre a matéria.

Já analisamos aprofundadamente, ao longo deste livro, a razão por que os princípios básicos da Escola Bancária são essencialmente errados. Só o desconhecimento dos fundamentos mais elementares da teoria monetária e do capital pode levar à noção de que a charlatanice inflacionista dos teóricos da Escola Bancária pode ter alguma sustentação. O erro básico da Lei do Refluxo de Fullarton radica na sua incapacidade para perceber qual é a natureza essencial da emissão de créditos fiduciários. É sabido que, quando um banco desconta uma letra ou concede um empréstimo, está trocando um bem presente por um bem futuro. Uma vez que o banco que expande o crédito cria bens presentes do nada, só seria possível haver um limite natural em relação à quantidade de meios fiduciários passíveis de serem criados pelo sistema bancário se a quantidade de bens futuros oferecidos no mercado em troca dos empréstimos bancários fosse de alguma forma

[45] John Fullarton, *On the Regulation of Currencies, being an examination of the principles on which it is proposed to restrict, within certain fixed limits, the future issues on credit of the Bank of England and of the other banking establishments throughout the country*, John Murray, Londres 1844, 2.ª edição revista de 1845. A teoria do refluxo de Fullarton está incluída na p. 64 do livro citado. A versão de Fullarton das doutrinas inflacionárias da Escola Bancária foram popularizadas no continente europeu por Adolph Wagner (1835-1917). John Fullarton foi cirurgião, editor, viajante incansável e, claro, banqueiro. Sobre as influências de Fullarton em autores tão diversos como Marx, Keynes e Rudolph Hilferding, consultar o interessante ensaio de Roy Green publicado no vol. II de *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., pp. 433-434.

limitada também. Contudo, como muito bem demonstrou Mises,[46] isso não acontece. De fato, os bancos podem expandir *ilimitadamente* o crédito, simplesmente por meio da redução da taxa de juro pedida nos respectivos empréstimos. Além disso, dado que aqueles que recebem o crédito se comprometem a devolver uma quantidade superior de *unidades monetárias* depois de decorrido um determinado período de tempo, não existe qualquer limite à expansão de crédito, uma vez que os respectivos tomadores poderão devolver os empréstimos com base em novas unidades monetárias criadas do nada pelo próprio sistema bancário no futuro. Como afirma Mises, *"Fullarton overlooks the possibility that the debtor may procure the necessary quantity of fiduciary media for the repayment by taking up a new loan."*[47]

Embora as teorias monetaristas da Escola Bancária estivessem erradas, existe um aspecto concreto em que acertaram. Os teóricos da Escola Bancária foram os primeiros a recuperar a velha doutrina do setor "bancário" da Escola de Salamanca segundo a qual os saldos dos depósitos bancários cumpriam um missão econômica exatamente igual à das notas emitidas pelos bancos. Como veremos mais adiante, ao longo da discussão mantida com os teóricos da Escola Monetária ou *Currency School*, que centravam a análise, única e exclusivamente, nos efeitos prejudiciais da emissão de notas de papel-moeda sem lastro, os defensores da Escola Bancária argumentaram, com toda a razão, que, por serem corretas (como eram), as prescrições da Escola Monetária, estas deveriam ser aplicadas também a todos os depósitos bancários, uma vez que desempenham um papel semelhante ao da emissão de notas de banco sem lastro. Apesar de, como vimos, ter sido enunciada pelo grupo da Escola de Salamanca mais favorável ao sistema bancário (Luis de Molina, Juan de Lugo, etc.), esta doutrina tinha sido praticamente esquecida na Inglaterra do século XIX e teve de ser redescoberta pelos teóricos da Escola Bancária. O primeiro a referir-se a tal questão foi, talvez, o próprio Henry Thornton, que, no dia 17 de novembro de 1797, testemunhando perante o *Committee on the Restriction of Payments in Cash by the Bank*, afirmou que: *"The balances in the bank are to be considered in very much the same light with the paper circulation."*[48] Porém, a afirmação mais clara neste sentido é a de James Pennington, que em 1826 escreveu:

---

[46] Ver Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., pp. 340-41.

[47] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 342. Sobre as críticas de Mises à Escola Bancária, consultar também as pp. 118-119 de *On the Manipulation of Money and Credit*, bem como as pp. 429-440 de *Human Action* (obras já citadas).

[48] Reeditado em *Records from Committees of the House of Commons, Miscellaneous Subjects, 1782, 1799,1805*, pp. 119-131. A passagem do texto pode traduzir-se da seguinte forma: "Os saldos no banco devem ser considerados sob a mesma perspectiva do papel-moeda em circulação."

> *The book credits of a London banker, and the promissory notes of a country banker are essentially the same thing, that they are different forms of the same kind of credit; and that they are employed to perform the same function* [...] *both the one and the other are substitutes for a metallic currency and are susceptible of a considerable increase or diminution, without the corresponding enlargement or contraction of the basis on which they rest."*[49]

Por sua vez, nos Estados Unidos, Albert Gallatin mostrou em 1831, de forma ainda mais explícita do que o próprio Condy Raguet, a equivalência econômica existente entre os depósitos e as notas do banco. Especificamente, Gallatin escreveu que:

> *The credits in current accounts or deposits of our banks are also in their origin and effect perfectly assimilated to bank-notes, and we cannot therefore but consider the aggregate amount of credits payable on demand standing on the books of the several banks as being part of the currency of the United States*.[50]

No entanto, independentemente desta boa contribuição da Escola Bancária em relação à redescoberta de que os depósitos bancários e o papel-moeda cumprem exatamente a mesma função econômica do dinheiro vivo e provocam os mesmos problemas, as demais doutrinas da Escola Bancária não foram capazes de defender coerentemente as ideias contraditórias, tentando, em vão, refutar a teoria quantitativa da moeda e fracassando na tentativa de desenvolver uma teoria coerente sobre a taxa de juro.[51]

---

[49] O trabalho de James Pennington data de 13 de Fevereiro de 1826 e tem como título "On Private Banking Establishments of the Metropolis" e foi publicado como Anexo à obra de Thomas Tooke, *A Letter to Lord Grenville; On the Effects Ascribed to the Resumption of Cash Payments on the Value of the Currency*, John Murray, Londres 1826; bem como na sua *History of Prices and of the State of the Circulation from 1793-1837*, Longman, Londres 1838, vol. II, pp. 369 e 374. A tradução da passagem de Pennington seria a seguinte: "Os depósitos apontados no livro de um banqueiro de Londres e as notas de papel-moeda emitidas por um banqueiro da província *são essencialmente a mesma coisa, uma vez que são formas diferentes do mesmo tipo de crédito; e são usados para executar a mesma função* [...] ambos são substitutos de moeda metálica e são suscetíveis de considerável aumento ou diminuição, sem que haja um aumento correspondente da base em que se apoiam." Por sua vez, Murray N. Rothbard assinala, antes do próprio Pennington, que um teórico americano da Escola Monetária defensor do coeficiente de caixa de 100%, o Senador do Estado de Pensilvânia Condy Raguet, tinha já em 1820 demonstrado a equivalência entre o papel-moeda e os depósitos criados pelos bancos ao exercer a atividade com reserva fracionária. Ver, a propósito, Murray N. Rothbard, *The Panic of 1819*, ob. cit., pp. 149 e a nota 52 das pp. 231-232, bem como a p. 3 do livro de Rothbard *The Mystery of Banking*, já citado.

[50] Albert Gallatin, *Considerations on the Currency and Banking System of the United States*, Carey & Lea, Filadélfia 1831, p. 31. A passagem do texto pode ser traduzida da seguinte forma: "Os créditos em contas corrente ou depósitos dos bancos são, na sua origem e efeito, perfeitamente semelhantes às notas de banco, pelo que não podemos senão considerar que a soma agregada de todos eles, de acordo com os dados contábeis dos bancos existentes, faz parte da moeda dos Estados Unidos."

[51] *"It was the only merit of the Banking School that it recognized that what is called deposit currency is a money-*

Os defensores da Escola Monetária opuseram-se energicamente a estas doutrinas da Escola Bancária, seguindo uma tradição muito antiga que se remontava não só ao setor da Escola de Salamanca mais contrário ao sistema bancário (Saravia de la Calle, Martín Azpilcueta e, em menor medida, Tomás de Mercado), mas também, como já vimos, a Hume e Ricardo. Os principais teóricos da Escola Monetária no século XIX foram Robert Torrens, S.J. Lloyd (mais tarde, Lord Overstone), J. R. McCulloch e George W. Norman.[52]

Os teóricos da Escola Monetária apresentaram uma explicação correta das fases recorrentes de auge e recessão que afetaram a economia britânica nas décadas de trinta e quarenta do século XIX: os *booms* tinham origem na expansão de crédito iniciada pelo Banco de Inglaterra e seguida pelos demais bancos do sistema inglês. Saía ouro do Reino Unido sempre que os sócios comerciais da Inglaterra não expandiam o crédito ou o expandiam a um ritmo mais lento do que no Reino Unido, onde o sistema bancário baseado na reserva fracionária tinha alcançado um maior desenvolvimento. Todos os argumentos imaginados pelos teóricos da Escola Bancária para tentar refutar a tese essencial da Escola Monetária (segundo a qual a drenagem externa de ouro e dinheiro vivo sofrida pelo Reino Unido era uma consequência inevitável da expansão bancária interna) fracassaram miseravelmente. No entanto, os defensores da Escola Monetária incorreram em três erros graves que, a longo prazo, viriam a ser fatais. Em *primeiro lugar*, não notaram que os depósitos bancários desempenhavam um papel exatamente igual ao das notas emitidas sem a correspondente cobertura de dinheiro vivo. Em *segundo lugar*, não foram capazes de combinar a sua correta teoria monetária com uma explicação completa do ciclo econômico. Afloraram apenas o problema e, sem uma teoria adequada do capital, não foram capazes de perceber de que forma a

substitute no less than banknotes. But except for this point, all the doctrines of the Banking School were spurious. It was guided by contradictory ideas concerning money's neutrality; it tried to refute the quantity theory of money by referring to deus ex machina, *the much talked about hoards, and it misconstrued entirely the problems of the rate of interest."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 440.

[52] As contribuições e obras mais importantes destes autores podem ser analisadas no excelente resumo da discussão entre a Escola Bancária e a Escola Monetária, da autoria de F.A. Hayek e que só foi publicado recentemente. Ver o cap. XII de *The Trend of Economic Thinking*., ob. cit., pp. 223-253. Em particular, assinalem-se as obras de Samuel Jones Lloyd (Lord Overstone) *Reflections Suggested by a Perusal of Mr. J. Horseley Palmer's Pamphlet on the Causes and Consequences of the Pressure on the Money Market* (P. Richardson, Londres 1837; posteriormente reeditada por J. R. McCulloch no seu *Tracts and Other Publications on Metallic and Paper Currency, by the Right Hon. Lord Overstone*, Harrison & Sons, Londres 1857); George Warde Norman, *Remarks upon some Prevalent Errors with respect to Currency and Banking, and Suggestions to the Legislature and the Public as to the Improvement in the Monetary System*, P. Richardson, Londres 1838. E, sobretudo, Robert Torrens, que foi talvez o melhor teórico da Escola Monetária, no *A Letter to the Right Hon. Lord Viscount Melbourne, on the Causes of the Recent Derangement in the Money Market, and on Bank Reform* (Longman, Rees, Orme, Brown & Green, Londres 1837).

expansão bancária afetava negativamente as diferentes etapas de bens de capital da estrutura produtiva do país. Não analisaram aprofundadamente as relações existentes entre as variações da oferta monetária e a taxa de juro de mercado, mantendo implicitamente o pressuposto, errado e ingênuo, de que a moeda poderia ser neutra, doutrina herdada pelos monetaristas atuais. Foi preciso esperar até à reelaboração da tese da Escola Monetária efetuada por Ludwig von Mises, em 1912, para que a teoria monetária integrasse a teoria do capital, no âmbito de uma teoria geral explicativa dos ciclos econômicos. O *terceiro* erro fatal da *Currency School* consistiu em considerar que, seguindo as prescrições de Ricardo, a melhor maneira de limitar os abusos inflacionistas da Escola Bancária era mediante a concessão do monopólio da emissão de papel-moeda a um banco central de caráter oficial,[53] sem perceberem que, a longo prazo, essa instituição viria a ser utilizada pelos próprios teóricos da Escola Bancária para aumentar o ritmo da expansão de crédito em forma de notas e depósitos em circulação.

Estes três erros da Escola Monetária foram fatais: fizeram com que a famosa Lei de Peel promulgada a 19 de julho de 1844, apesar das boas intenções, tenha esquecido de eliminar a criação de meios fiduciários (depósitos) não cobertos a 100% por dinheiro metálico, apesar de o ter feito em relação às notas do banco. Desta forma, embora, a partir da Lei de Peel, a emissão de papel-moeda tenha sido monopolizada pelo banco central e teoricamente efetuada de acordo com um critério de plena cobertura de dinheiro metálico (coeficiente de 100%), os bancos privados eram livres de expandirem o dinheiro via concessão de novos créditos e da criação dos respectivos depósitos do nada. Desta forma, mantiveram-se os *booms* expansivos e as subsequentes etapas de crise e depressão, durante as quais o Banco de Inglaterra se viu obrigado a, mais do que uma vez, suspender os princípios da Lei de Peel e a emitir o papel-moeda necessário para satisfazer a demanda de liquidez dos bancos privados, evitando, assim, quando possível, a falência. Por conseguinte, é irónico que a Escola Monetária tenha apoiado a criação de um banco central que, gradualmente, e, sobretudo devido à influência negativa dos teóricos da Escola Bancária que preponderaram, acabou por ser utilizado para justificar e estimular políticas de descontrole monetário e de excesso financeiro muito piores do que aquelas que se pretendia impedir.[54]

---

[53] No entanto, no caso de Ricardo, antecipou-se a conveniência de o banco central ser independente do governo. Ver José Antonio de Aguirre, *El poder de emitir dinero: de J. Law a J.M. Keynes*, Unión Editorial, Madrid 1985, pp. 52-62 e nota 16.

[54] Concordo plenamente com Pedro Schwartz na classificação de Keynes (e, em menor medida, de Marshall) como teóricos pertencentes à "Escola Bancária", mas defensores do sistema de atividade bancária

Assim, *apesar de ter sido completamente derrotada no campo das ideias, a Escola Bancária acabou por triunfar no campo da prática*. De fato, o fracasso da Lei de Peel deveu-se ao fato de não ter incluído entre as proibições a de emitir novos créditos e depósitos sem um coeficiente de reserva de 100%, o que permitiu que os ciclos recorrentes de auge e depressão continuassem a ocorrer, levando à perda de prestígio das propostas e teorias da Escola Monetária. Assim, as exigências populares de inflação e expansão de crédito, apoiadas pelas sempre prontas teorias mercantilistas da Escola Bancária, encontraram um espaço no sistema bancário baseado no banco central, que acabou por ser utilizado como instrumento essencial de uma política intervencionista e planificada do crédito e da moeda, sempre dirigida para uma expansão monetária e de crédito descontrolada.

Apenas Modeste, Cernuschi, Hübner e Michaelis, mais tarde seguidos pela muito mais avançada análise de Ludwig von Mises, foram capazes de se aperceber de que a implementação de um banco central promovida pelos teóricos da Escola Monetária era errónea e de que a melhor e única maneira de manter os sãos princípios monetários da Escola Monetária da qual eram parte era através de um sistema de banca livre submetida ao direito privado, sem privilégios (ou seja, com um coeficiente de caixa de 100 por cento). No entanto, vamos estudar esta questão mais aprofundadamente na próxima seção, na qual vamos analisar a discussão entre os partidários do sistema bancário livre e os do banco central.

2
A DISCUSSÃO ENTRE OS PARTIDÁRIOS DO BANCO CENTRAL E OS PARTIDÁRIOS DO SISTEMA BANCÁRIO LIVRE

A análise da polêmica ocorrida no século XIX entre os partidários do banco central e os defensores do sistema bancário livre deve partir da constatação do fato indiscutível de que existiu inicialmente uma estreita relação entre a escola do sistema bancário livre e a Escola Bancária, por um lado, e a Escola Monetária e a defensora do banco central por outro.[55] De fato, não é difícil compreender que, em geral, os defensores do

---

central (precisamente para conseguir o máximo de "flexibilidade" para expandir a oferta monetária). Ver o seu artigo já citado "El monopolio do banco central em la historia do pensamiento econômico: un siglo de miopia em Inglaterra", p. 685-729, e em especial a p. 729.

[55] Ver Vera C. Smith, *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, publicada com um

exercício do sistema bancário com reserva fracionária tenham, em um primeiro momento, apoiado a causa de umo sistema bancário livre de todo o tipo de interferências para que esta pudesse continuar com o exercício do seu negócio baseado em um coeficiente fracionário de reserva. Por outro lado, é também natural que os teóricos da Escola Monetária, sempre receosos da atividade dos banqueiros, se tivessem ingenuamente inclinado a favor da regulação estatal, através do estabelecimento de um banco central, que serviria para evitar os abusos que a Escola Bancária pretendia justificar.

O argumento de Parnell a favor da liberdade bancária. As respostas de McCulloch e Longfield

Embora este não seja o lugar adequado para apresentar pormenorizadamente toda a discussão entre a escola do sistema bancário livre e a escola defensora do banco central — essa análise já foi muito bem realizada, entre outros, no livro de Vera C. Smith —, é necessário tecer algumas considerações complementares que consideramos oportunas. O primeiro aspecto que vale a pena destacar é que a maioria dos teóricos defensores do sistema bancário livre fundamentou a doutrina nos raciocínios espúrios e inflacionistas da Escola Bancária, que comentamos na seção anterior. Por isso, independentemente dos efeitos que um sistema de banca livre possa ter sobre o sistema econômico, a fundamentação teórica da maior parte dos defensores era ou completamente falaciosa ou, no melhor dos casos, insuficiente. Assim, são poucas as contribuições teoricamente corretas da escola defensora da liberdade bancária durante este período. Uma dessas contribuições, já comentada acima, foi o

Prefácio de Leland B. Yeager, em uma magnífica edição da Liberty Press, Indianapolis 1990). A 1.ª edição (T.S. King & Son Ltd., Westminster, Inglaterra, 1936) já há muitos anos que estava esgotada. Trata-se de uma tese de doutoramento de Vera Smith (mais tarde, Vera Lutz) orientada por F. A. Hayek. Efetivamente, Hayek dedicava algum tempo escrevendo um livro sobre sistema bancário e moeda quando, depois do famoso conjunto de conferências na London School of Economics, que deu origem ao livro *Prices and Production* (ob. cit.), teve de interromper as pesquisas ao ser nomeado catedrático da prestigiada instituição. Hayek tinha concluído quatro capítulos do livro planejado dedicados, respectivamente, à história da teoria monetária na Inglaterra, à situação da moeda na França durante o século XVIII, à evolução do papel-moeda na Inglaterra e à controvérsia entre as escolas "monetária" (*Currency School*) e "bancária" (*Banking School*), quando decidiu entregar o trabalho que já estava acabado, bem como as notas para o quinto capítulo, a uma das suas mais brilhantes alunas, Vera C. Smith. Esta desenvolveu as ideias de Hayek e escreveu o livro referido como tese de doutoramento. Felizmente, o manuscrito dos capítulos e das notas de Hayek foi recentemente recuperado por Alfred Bosch e Reinhold Weit, tendo sido traduzido para inglês por Grete Heinz e publicado como caps. IX, X, XI e XII do vol. III das *Obras Completas de F.A. Hayek*. Ver F.A. Hayek, *The Trend of Economic Thinking*, ob. cit. A tese da coincidência geral entre a Escola Bancária e a escola do sistema bancário livre e entre a Escola Monetária e a escola do banco central é comentada por Vera C. Smith no livro, entre outros lugares, nas pp. 112-113 da 2.ª edição inglesa. Sobre este tema ver, igualmente, Murray N. Rothbard, *Classical Economics,* vol. II (ob. cit.), cap. VII.

reconhecimento acertado de que, economicamente, os depósitos desempenhavam um papel idêntico ao das notas emitidas sem cobertura. Outra, de grande interesse do ponto de vista analítico, deve-se a Sir Henry Parnell, que, já em 1827, apontou que um sistema de liberdade bancária colocaria limites naturais à emissão de notas de banco, devido ao efeito da respectiva câmara de compensação interbancária, que, de acordo com o modelo do sistema bancário escocês, Parnell acreditava poder se desenvolver em qualquer ambiente em que os bancos concorressem livremente na emissão de notas. Efetivamente, segundo Parnell, os bancos de um sistema de atividade bancária completamente livre não poderiam expandir ilimitadamente a base de notas sem que os concorrentes exigissem o pagamento do valor das mesmas, em moeda, pela correspondente câmara de compensação. Desta forma, com receio de não poderem fazer frente às correspondentes saídas de ouro, os bancos estabeleceriam, em defesa própria, um limite muito estrito à emissão de meios fiduciários.[56] A análise de Parnell é meritória e constitui o cerne dos argumentos esgrimidos até hoje em favor do sistema bancário livre, tendo sido até utilizada e desenvolvida por autores como Ludwig von Mises, que, pertencendo à Escola Monetária, eram céticos em relação ao sistema de banco central.[57]

O falso início da polêmica banco central-sistema bancário livre

O argumento de Parnell foi contestado por dois notáveis teóricos da Escola Monetária, McCulloch e Longfield. De fato, segundo McCulloch, o mecanismo descrito por Parnell não poderia travar a inflação no caso de todos os bancos de um sistema de atividade bancária livre decidirem, de forma generalizada, em maior ou menor medida, deixar-se levar por uma onda de expansão na emissão de notas de banco.[58] Por sua vez, Samuel Mountifort Longfield, foi ainda mais longe do que McCulloch, argumentando que, em um sistema bancário livre, mesmo a expansão da sua base de notas efetuada por um só banco levaria, inevitavelmente, a que os demais bancos fossem forçados a expandir também a emissão de notas, no caso de não quererem ver diminuída a sua quota

[56] Henry Parnell, *Observations on Paper Money, Banking and Other Trading, including those parts of the evidence taken before the Committee of the House of Commons which explained the Scotch system of banking*, James Ridgway, Londres 1827, especialmente as pp. 86-88.

[57] Ver, por exemplo, Ludwig von Mises, "The Limitation of the Issuance of Fiduciary Media: Observations on the Discussions concerning Free Banking", seção 12 do cap. XVII de *Human Action*, ob. cit., pp. 444-448.

[58] J.R. McCulloch, *Historical Sketch of the Bank of England with an Examination of the Question as to the Prolongation of the Exclusive Privileges of that Establishment*, Longman, Rees, Orme, Brown & Green, Londres 1831. E também o seu *A Treatise on Metallic and Paper Money and Banks*, A. & C. Black, Edimburgo 1858.

de participação no mercado financeiro e, por conseguinte, os lucros.[59] O argumento de Longfield tem um importante fundo de verdade, uma vez que o processo de liquidação de notas emitidas em excesso através de uma câmara de compensação exige tempo, e há sempre a tentação, em muitos casos irresistível, de emitir notas em excesso, assumindo que outros bancos, mais cedo ou mais tarde, seguirão a mesma política expansiva. Assim, o primeiro a começar obterá mais lucros e acabará por ficar uma situação competitiva mais favorável.

Seja qual for a base teórica dos argumentos de Parnell, por um lado, ou de McCulloch e Longfield, por outro, a verdade é que a discussão entre ambos os grupos de autores é responsável pelo aparecimento de uma falsa polêmica entre o banco central e o sistema bancário livre. Dizemos que é "falsa", uma vez que a discussão teórica entre eles não chega a tocar no âmago do problema essencial sobre a qual gira. De fato, Parnell tem razão ao dizer que, em um sistema bancário livre, o mecanismo de liquidação interbancária tende a pôr um limite aos casos isolados de expansão da emissão de notas. Ao mesmo tempo, McCulloch, bem como Longfield, têm razão ao mostrarem que o argumento de Parnell não é válido se todos os bancos iniciarem, em maior ou menor medida, uma política expansiva na emissão de notas. No entanto, os teóricos da Escola Monetária consideraram que os argumentos contra Parnell davam cobertura *prima facie* à constituição de um banco central que, na opinião deles, seria a melhor proteção contra os abusos do sistema bancário com reserva fracionária. Por seu lado, Parnell contentava-se em defender o sistema bancário livre com o limite que o sistema de liquidação interbancária haveria de estabelecer às expansões feitas à base de notas dos bancos, sem notar que, independentemente dos argumentos apresentados por McCulloch e Longfield, voltar aos princípios tradicionais do Direito restabelecendo um coeficiente de caixa de 100% era muito mais simples e eficaz do que o processo de liquidação interbancária. Não ter considerado esta possibilidade, pelo menos em relação aos depósitos bancários, é também o principal erro do ramo da Escola Monetária de McCulloch e Longfield, que, ao defenderem o estabelecimento de um banco central, estavam a construir os alicerces para o futuro reforço das políticas inflacionárias propostas pela escolas dos seus adversários.[60]

---

[59] As contribuições de Longfield foram incluídas em uma série de quatro artigos sobre "Banking and Currency" publicada na *Dublin University Magazine* ao longo do ano de 1840. Sobre Longfield, Vera C. Smith conclui que: *"The point raised by the Longfield argument is by far the most important controversial point in the theory of free banking. No attempt was made in subsequent literature to reply to it."* Vera C. Smith, *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, ob. cit., p. 88.

[60] Na Bélgica e na França houve uma discussão paralela á que estamos comentando entre defensores da Escola Bancária e da liberdade bancária, como Courcelle-Seneuil, Coquelin, Chevalier e outros, e

Argumentos a favor do estabelecimento de um banco central

A partir de então, desenvolveu-se uma prolongada polêmica entre os defensores do sistema bancário livre e os do sistema bancário central. Estes usaram os raciocínios que apresentamos em seguida nos argumentos contra os teóricos da Escola Bancária, que preconizavam um sistema bancário livre.

Em *primeiro lugar*, um sistema de atividade bancária livre, pela própria natureza, e mesmo assumindo condições ótimas de funcionamento, seria suscetível a ocasionais crises em bancos isolados, que prejudicariam os clientes e possuidores de notas e depósitos. Nestas circunstâncias, é necessário que exista um banco central de natureza oficial que intervenha para proteger os possuidores das respectivas notas e depósitos, que seriam gravemente prejudicados pelas crises bancárias. Trata-se de um argumento paternalista que pretende justificar a existência de um banco central, sem ter em conta que a cobertura aos prejudicados em situações de crise tende apenas a piorar, a longo prazo, o funcionamento do sistema bancário, que exige uma supervisão constante e enérgica por parte do público. Esta supervisão seria muito menos atenta e a confiança seria reforçada se o público em geral assumisse *a priori* que o banco central interviria para evitar prejuízos em caso de falências bancárias. Além disso, a própria responsabilidade dos bancos tende a diminuir se estes também estiverem seguros de que o banco central os apoiará em caso de necessidade. Assim, é muito verosímil que a existência de um banco central tenda a agravar as crises bancárias, como ficou demonstrado recentemente em diversos países ocidentais no caso do sistema de "seguro de depósitos bancários", que teve um papel de destaque na promoção de comportamentos perversos por parte dos bancos e na facilitação e no agravamento das crises bancárias. No entanto, do ponto de vista político, este argumento pode ter muito peso em um ambiente democrático, e chegar mesmo a ser irresistível. Em todo o caso, mostra que a polêmica entre o sistema bancário livre e banco central começa a ser desenvolvida "em falso", uma vez que seria um argumento inútil

teóricos da Escola Monetária, defensores de um banco central, como Lavergne, D'Eichtal e Wolowsky. Na Alemanha, merece destaque o debate entre Adolph Wagner e Lasker, pelo lado da escola da liberdade bancária, e Tellkampf, Geyer, Knies e Neisser, pelo lado da Escola Monetária partidária de um banco central. Ver a este respeito os caps. VIII e IX do livro de Vera C. Smith já citado, pp. 92-132. O mais notado defensor do sistema bancário livre em Espanha foi Luis María Pastor (1804-1872), especialmente no seu livro *Libertad de bancos y cola del España*, Imprenta de B. Carranza, Madrid 1865. Ver José Luis García Ruiz, "Luis María Pastor: un economista em la España de Isabel II", *Revista de historia económica*, ano XIV, 1996, nº 1, pp. 205-225.

em um ambiente em que os princípios tradicionais do Direito fossem respeitados e em que fosse restabelecido um coeficiente de caixa de 100% para o sistema bancário. Neste caso, nenhum possuidor de notas ou depósitos se veria prejudicado, uma vez que poderia sempre levantar o seu dinheiro independentemente do destino final do banco em que estivesse depositado. Assim, o argumento paternalista de que é necessário um banco central para salvaguardar os interesses dos prejudicados deixa de fazer sentido. Conclui-se, pois, que, dentro da lógica de um sistema bancário exercido com um coeficiente de reserva fracionário, o primeiro argumento, de natureza paternalista, a favor do banco central fomentaria crises bancárias, e que não faria sentido se o sistema bancário se sustentasse nos princípios tradicionais do Direito, atuando com um coeficiente de reserva de 100%.

O *segundo* argumento a favor dos bancos centrais baseia-se na ideia de que um sistema bancário controlado pelo banco central provoca menos crises econômicas do que um sistema bancário livre. Aqui, tal como no argumento anterior, a discussão parte de novo de um pressuposto errado. Como sabemos, o sistema bancário baseado na reserva fracionária provoca um crescimento da oferta monetária em forma de créditos, que perturba inevitavelmente a estrutura produtiva de bens de capital e gera, endógena e recorrentemente, um processo de reversão que se manifesta em uma recessão econômica que afeta de forma especialmente grave os bancos. Foi precisamente o desejo de proteger o sistema bancário dos efeitos das crises geradas recorrentemente pelo próprio exercício com reserva fracionária que levou os *banqueiros* a exigirem o estabelecimento de um banco central que, em última instância, lhes emprestasse dinheiro. A experiência demonstrou que, em vez de atenuar as crises econômicas, a criação do banco central agravou-as de forma considerável, uma vez que, em um sistema bancário livre com reserva fracionária e sem banco central, embora os processos expansivos indutores da crise não possam ser evitados, os mecanismos de reversão que levam ao necessário reajustamento e reparação dos erros econômicos cometidos são ativados muito mais cedo e muito mais rapidamente do que em um sistema que conte com um banco central. Efetivamente, por um lado, a perda de confiança por parte do público coloca em perigo os bancos mais expansionistas, que veem as reservas diminuir rapidamente à medida que os detentores de notas por eles emitidas levantam o seu contravalor de dinheiro vivo; por outro, os mecanismos de compensação interbancária relacionados com os depósitos põem em risco os bancos que expandem a base de crédito a um ritmo mais elevado do que os demais. E mesmo que todos os bancos expandam, em maior ou menor medida, os depósitos e notas, não tarda que os processos

espontâneos descritos pela teoria do ciclo econômico sejam ativados, tendendo a reverter os efeitos expansivos iniciais e a provocar a falência dos bancos marginalmente menos solventes. Em contraste, a existência de um banco central, emprestador de última instância, pode, em grande medida, prolongar o processo de expansão monetária e de crédito, em comparação com o que, de forma autônoma, seria ativado em um sistema bancário livre. É impossível ignorar a *contradição inerente* da instituição do banco central, teoricamente criada para travar a expansão monetária, manter a estabilidade econômica e evitar as crises, mas que, na prática, se dedica a proporcionar nova liquidez em grande escala nos momentos de crise e de apuro bancário. Se a isto adicionarmos as influências políticas e o desejo do público a favor da inflação, perceberemos a razão por que os processos inflacionários e seus efeitos perturbadores sobre a estrutura produtiva se agravaram, provocando crises e depressões econômicas ao longo da história com uma gravidade e uma profundidade muito maiores do que as que tinham surgido em sistemas bancários livres. Assim, podemos concluir que este segundo argumento a favor do banco central carece de sustentação, uma vez que a existência deste banco tende a agravar e a tornar mais difíceis as crises e recessões econômicas. É preciso reconhecer também, no entanto, que mesmo em um sistema bancário livre com reserva fracionária, as crises continuariam a existir, tal como indicamos em capítulos anteriores e demonstraremos pormenorizadamente mais adiante, embora não atingissem a gravidade das ocorridas em um sistema monetário dirigido por um banco central. Não temos, no entanto, de nos resignar a viver sempre com crises e recessões econômicas recorrentes, pois basta que se restabeleçam os princípios gerais do Direito (coeficiente de reserva de 100%) para que o sistema bancário livre deixe de afetar negativamente os processos econômicos e possa ser eliminado o pretexto mais utilizado para justificar a criação do banco central.

O *terceiro* argumento utilizado a favor do sistema bancário central é o de que, depois da chegada da crise, a melhor maneira de reagir é via um banco central que proporcione a liquidez necessária. Torna-se, novamente, evidente que a não identificação clara da raiz essencial dos problemas econômicos provocados pelo sistema bancário leva a erros substanciais de abordagem na polêmica entre os defensores do sistema bancário central e os do sistema bancário livre. Embora os mecanismos de compensação financeira e o contínuo controle e supervisão do público tendesse a limitar a expansão de crédito, não seriam capazes de a evitar completamente, pelo que acabariam por surgir inevitavelmente crises bancárias e recessões econômicas. Assim, não há dúvida de que as crises e recessões são o espaço ideal para

os políticos e os técnicos que pretendam exercer uma ação deliberada por intermédio de um banco central. Como é evidente, *a própria existência de um sistema bancário com reserva fracionária conduz ao surgimento inevitável de um banco central como emprestador de última instância.* E podemos afirmar com segurança que, enquanto não se voltar aos princípios tradicionais do Direito e não se restabelecer o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva de 100%, o desaparecimento do banco central será praticamente impossível (ou, se se preferir, será inevitável que este surja e se mantenha).

Por outro lado, o estabelecimento de um banco central para fazer frente às crise tende a agravar as depressões econômicas. A existência de um emprestador de última instância agrava os processos de expansão conferindo-lhes um ritmo e uma duração muito maiores do que os que teriam em um sistema bancário livre com reserva fracionária e sem banco central. Assim, é paradoxal pensar que a existência e o surgimento de crises econômicas e bancárias exige a existência de um banco central, uma vez que, em última instância, este é o principal responsável pela sua maior gravidade e duração. No entanto, é preciso não esquecer que, embora tenham menor gravidade em um sistema bancário livre com reserva fracionária, não seria possível eliminar completamente as crises, pelo que é inevitável que os diferentes agentes econômicos envolvidos (basicamente banqueiros e os cidadãos potencialmente prejudicados pela crise) façam pressão para que se estabeleça um banco central. *A única possibilidade de acabar com este círculo vicioso é reconhecer que a origem de todos os males se encontra no exercício do sistema bancário com reserva fracionária*. De fato, o restabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% não só evitaria as crises bancárias e as recessões econômicas recorrentes, como eliminaria este terceiro argumento, que é um dos mais invocados para justificar a existência do banco central.

Por fim, existem outros dois argumentos de tipo subsidiário em favor do banco central. O primeiro refere-se à pretensa "necessidade" de uma política monetária "racional", coercivamente imposta pelo banco central. O segundo argumento relaciona-se com este e consiste na necessidade de estabelecer um política de cooperação monetária adequada entre os diferentes países, que, pressupõe-se, exigiria a existência de diferentes bancos centrais coordenados. A impossibilidade teórica de implementação de uma política monetária e bancária centralizada e coerciva por intermédio de um banco central será estudada com detalhe na próxima seção, na qual aplicaremos a teoria da impossibilidade do socialismo ao setor bancário e financeiro. Não vamos, por isso, alargar-nos aqui na análise profunda desses últimos argumentos.

A posição dos teóricos da Escola Monetária que defenderam um sistema bancário livre

Infelizmente, devido à incapacidade para estabelecer uma equivalência entre o efeito econômico dos depósitos e o das notas bancárias e à ingenuidade de proporem a criação de um banco central para corrigir os abusos do sistema bancário com reserva fracionária, os teóricos da Escola Monetária (*Currency School*) não conseguiram prever que o remédio que propunham acabaria por ser muito pior do que a doença que corretamente haviam diagnosticado. Apenas uns poucos teóricos da Escola Monetária foram capazes de compreender que os princípios de estabilidade e solvência monetária que defendiam correriam um risco muito maior com o estabelecimento de um banco central. Assim, como mal menor, propuseram a manutenção ou o estabelecimento de um sistema bancário livre sem banco central com o objetivo de, na medida do possível, pôr fim aos abusos. No entanto, a maioria destes autores da Escola Monetária que defendiam o sistema bancário livre não se enganou a respeito da possibilidade de expansão deste sistema, tendo sempre considerado que a solução *definitiva* dos problemas poderia ser alcançada com a proibição da emissão de novos meios fiduciários (ou seja, com a proibição da expansão de crédito não coberta por um aumento da poupança voluntária real). E se propuseram umo sistema bancário livre para emitir notas e depósitos, fizeram-no com o único objetivo de que, pelos respectivos mecanismos de compensação e liquidação interbancária, de controle e de supervisão do público por meio do mercado, e da falência imediata dos bancos que perdessem a confiança, se pudesse pôr um fim à emissão de notas e depósitos sem cobertura.[61] Pensavam com esta forma indireta conseguir aproximar-se do objetivo de estabelecer um coeficiente de reservas de 100% (quer para notas quer para depósitos), algo que, por outro lado, seria procurado com todos os meios jurídicos que em cada circunstância histórica estivessem disponíveis.

Esta ideia começou por ser defendida na França por Victor Modeste.[62]

---

[61] O meu aluno do Erasmus Programme in Law and Economics, Jesper N. Katz, convenceu-me de que o futuro desenvolvimento dos sistemas de pagamento e compensação pela Internet e das comunicações informáticas "esvaziará" rapidamente os bancos que operem com reserva fracionária se surgir *a menor dúvida* sobre a sua solvência. Neste sentido, a revolução tecnológica no âmbito das comunicações informáticas tenderá a estimular o sistema bancário privado com um coeficiente de caixa de 100% (pressupondo que esta se privatize completamente fazendo desaparecer o banco central). Ver: Jesper N. Katz, "An Austrian Perspective on the History and Future of Money and Banking", Erasmus Programme in Law and Economics, verão de 1997 (no prelo). E também *The Future of Money in the Information Age*, James A. Dorn (ed.), Cato Institute, Washington DC, 1997. Quanto ao chamado "dinheiro de plástico" (cartões de crédito) ou "eletrônico", convém esclarecer que *não se trata de dinheiro*, mas apenas de instrumentos que, tal como os cheques de papel, permitem o pagamento com base em dinheiro (ou substitutos monetários perfeitos como os depósitos bancários) verdadeiro.

[62] Victor Modeste, "Le billet des banques d'émision et la fausse monnaie", em *Le journal des économistes*,

Com o mesmo objetivo em mente, a 24 de outubro de 1865, Henri Cernuschi afirmou o seguinte ante uma comissão dedicada à investigação da atividade bancária: *"Je crois que ce qu'on appelle liberté bancaire aurait pour résultat la disparition complète des billets de banque en France. Je souhaite donner à tout le monde le droit d'émettre des billets, de sorte que plus personne désormais n'en accepterait."*[63] As únicas falhas da doutrina de Cernuschi foram: ter-se referido única e exclusivamente às notas bancárias, deixando de fora os depósitos bancários e ter ignorado a solução mais radical de Modeste que, reconhecendo o caráter fraudulento do sistema bancário livre com reserva fracionária, considerava que o seu exercício deveria ser declarado ilegal.

Em paralelo com o desenvolvimento dessa corrente da Escola Monetária francesa a favor do sistema bancário livre e do coeficiente de caixa de 100%, um grupo de economistas alemães (entre os quais se destacavam Hübner e Michaelis) levava a cabo uma análise mais aprofundada do ponto de vista teórico. Esta escola de língua alemã era influenciada por uma doutrina que se tinha formado nos Estados Unidos, a partir do pânico de 1819, contra o sistema bancário com reserva fracionária e o estabelecimento de um banco central. De fato, como já vimos, nos Estados Unidos, teóricos como Condy Raguet e outros (William M. Gouge, John Taylor, John Randolph, Thomas Hart Benton, Martin Van Buren, etc.) desenvolveram toda uma doutrina monetária muito crítica em relação ao exercício do sistema bancário.[64] Estes autores identificaram corretamente que as crises se deviam ao exercício do sistema bancário com reserva fracionária e que a única maneira de acabar com elas era por via do restabelecimento de um coeficiente de caixa de 100%.[65] Tellkampf, que tinha estado nos

---

vol. III, 15 de Agosto de 1866.

[63] "Creio que aquilo a que se chama liberdade bancária terá como resultado o desaparecimento completo das notas de banco da França. Quero dar a todos o direito de emitir notas, precisamente para que ninguém queira já aceitá-las." Henri Cernuschi, *Contre le billet de banque*, Guillaumin, Paris 1866, p. 55. Ver também a interessante obra de Cernuschi *Mécanique de l'échange*, A. Lacroix, Paris 1865. Esta tese de Cernuschi é subscrita integralmente por Ludwig von Mises, que não só inclui a citação que apresentamos no texto principal na sua *Human Action*, como acrescenta que *"Freedom in the issuance of bank notes would have narrowed down the use of banknotes considerably if it had not entirely supressed it."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 446. A Escola Bancária de atividade livre liderada na França por J.G. Courcelle-Seneuil opôs-se a Cernuschi. Ver, sobretudo, o livro *La banque libre: exposé des fonctions du commerce de banque et de son application à l'agriculture suivi de divers écrits de controverse sur la liberté des banques*, Guillaumin, Paris 1867. A melhor análise sobre as doutrinas de Modeste e Cernuschi (incluindo as diferenças entre ambos) pertence a Oskari Juurikkala, "The 1886 False-Money Debate in the *Journal des Économistes:* Déjà vu for Austrians?", *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. V, n.º 4, inverno 2002, pp. 43-55.

[64] O herói da fronteira convertido em senador, Davy Corcket, foi também defensor de um sistema bancário submetido ao coeficiente de 100%. Para ele, os sistemas bancários com reserva fracionária eram *"species of swindling on large scale"* (Mark Skousen, *The Economics of a Pure Gold Standard*, ob. cit., p. 32). Ao mesmo grupo pertenceram Andrew Jackson, o já citado Martin van Buren, Henry Harrison e James K. Polk. Todos viriam a ser presidentes dos Estados Unidos.

[65] Pode encontrar-se um resumo sobre esta escola nos Estados Unidos durante a primeira metade do sécu-

Estados Unidos quando era jovem, foi testemunha dos abusos do sistema bancário com reserva fracionária no país e dos muito negativos efeitos recessivos que provocou, tendo assimilado a rigorosa doutrina monetária que se formou na América nessa altura. Quando voltou à Alemanha e chegou a catedrático de Economia em Breslau, defendeu, em diferentes trabalhos, a eliminação da emissão de meios fiduciários por parte do sistema bancário.[66] As doutrinas de Tellkampf e da escola americana foram seguidas por Otto Hübner, que verificou que os bancos tendiam a ser insolventes com menos frequência se estivessem em ambientes de menor regulação. De acordo com Hübner, a oposição era entre um sistema de bancos privilegiados protegidos e cobertos por um banco central, que tendia a favorecer o comportamento irresponsável dos bancos, e um sistema bancário livre, sem nenhum banco central que lhe desse cobertura ou concedesse privilégios, no qual cada banco teria de ser responsável pelos próprios atos e, assim, em igualdade de circunstâncias, atuaria de forma mais prudente. Hübner considerava que o objetivo final seria a não emissão de notas sem cobertura de 100% de moeda metálica. No entanto, tendo em conta a situação a que se havia chegado, defendia que a forma mais eficaz e rápida de se aproximar do sistema ideal era via liberdade bancária, na qual se exigiria a cada banco o cumprimento estrito das obrigações.[67]

---

lo XIX no artigo de James E. Philbin, "An Austrian Perspective on Some Leading Jacksonian Monetary Theorists", *The Journal of Libertarian Studies: An Interdisciplinary Review*, vol. X, n.º 1, outono de 1991, pp. 83-95. Outro livro que estuda as diferentes escolas de teoria bancária e monetária surgidas na primeira metade do século XIX nos Estados Unidos é o de Harry E. Miller, intitulado *Banking Theory in the United States before 1860,* (1927), reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York 1972.

[66] Johann Ludwig Tellkampf, *Essays on Law Reform, Commercial Policies, Banks, Penitenciaries, etc., in Great Britain and the United States of America*, Williams and Norgate, Londres 1859. E também *Die Prinzipien des Geld und Bankwesens*, Puttkammer e Mühlbrecht, Berlim 1867. Já em 1912, Mises referiu-se às propostas de Tellkampf (e de Geyer), com a seguinte afirmação desconcertante *"The issue of fiduciary media has made it possible to avoid the convulsions that would be involved in an increase in the objective exchange value of money, and reduced the cost of the monetary apparatus"* (Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 359). Trata-se de uma afirmação surpreendente vinda de Mises, que, no final do mesmo livro, propõe, como Tellkampf e Geyer (entre os partidários do banco central) e Hübner e Michaelis (entre os defensores do sistema bancário livre), o restabelecimento do coeficiente de caixa de 100% e a eliminação da criação de *novos* meios fiduciários. Esta contradição encontra paralelo com a que no capítulo VII vimos existir entre o Hayek de *Monetary Theory and The Trade Cycle* (1929) e o de *Prices and Production* (1931) e só pode ser explicada pelo próprio processo de evolução intelectual de ambos os autores, que, de início, não se atreveram a defender com toda a coerência as implicações das próprias análises. Além disso, é preciso ter em conta que, como vamos ver no próximo capítulo, Mises defende, seguindo o mesmo esquema da Lei de Peel, o estabelecimento de um coeficiente de caixa de 100%, mas só para as notas e para os depósitos *recém-criados*. Assim, é mais fácil de compreender que se refira às vantagens que a emissão de meios fiduciários teve no passado, embora seja surpreendente que deixe por explicar a razão por que o sistema que considera mais adequado para o futuro não tivesse sido também melhor no passado. Na nossa opinião, as vantagens da emissão de meios fiduciários no passado histórico são poucas em comparação com o grave prejuízo, em forma de crises e recessões econômicas, que provocou e, em especial, com as graves insuficiências do sistema financeiro atual que surge precisamente como resultado dos erros cometidos no passado.

[67] Ver Otto Hübner, *Die Banken*, publicado por ele mesmo em Leipzig nos anos 1853 e 1854.

Esta linha de pensamento foi enriquecida com as contribuições do notável teórico Philip Joseph Geyer, que teve o mérito de formular, já em 1867, uma teoria explicativa dos ciclos econômicos — precursora da proposta neste livro — que, mais tarde, viria a ser desenvolvida até às últimas consequências por Mises e Hayek. De fato, Geyer resume impecavelmente as falhas do sistema bancário baseado na reserva fracionária, explicando de que forma provocava crises econômicas. Segundo o autor, o sistema bancário dá origem a um "capital artificial" (*künstliches Kapital*), que se refere precisamente aos meios fiduciários gerados pelo sistema bancário não cobertos por uma riqueza real proveniente da poupança voluntária. Geyer explica que esta criação de "capital artificial" dá origem a um *boom* que se reverterá inevitavelmente em forma de crises bancárias e recessões econômicas.[68] Por fim, Otto Michaelis defendeu, tal como Hübner, um sistema bancário livre como forma de pôr fim aos abusos e de aproximar-se do ideal do coeficiente de caixa de 100%.[69]

A tradição de Modeste, Cernuschi, Hübner e Michaelis foi continuada por Ludwig von Mises, que em 1912 deu um impulso definitivo aos postulados da Escola Monetária, não só estabelecendo que as notas bancárias e os depósitos eram meios fiduciários, mas também sustentando a sua teoria monetária na teoria da utilidade marginal de Böhm-Bawerk. O resultado foi a primeira teoria coerente, completa e integrada dos ciclos econômicos. Assim, Mises percebeu que a recomendação de um sistema bancário central feita pelos teóricos ingleses da Escola Monetária era um equívoco e que a melhor, e única, maneira de atingir os objetivos de solvência monetária da Escola consistia em estabelecer um sistema de atividade livre sem qualquer privilégio ao direito privado (ou seja, com um coeficiente de caixa de 100%). Além disso, Mises percebeu também que a maioria dos defensores dos princípios da Escola Bancária acabou por aceitar de bom grado o estabelecimento de um

[68] Philip Geyer, *Theorie und Praxis des Zettelbankwesens nebst einer Charakteristik der Englischen, Französischen und Preussischen Bank*, editorial Fleischmann's Büchhandlung, Munich 1867. É também interessante o livro de Geyer *Banken und Krisen*, T.O. Weigel, Leipzig 1865. Vera C. Smith critica a proposta de Geyer e Tellkampf de abolir a emissão de meios fiduciários e estabelecer um coeficiente de caixa de 100%. A autora considera que isso acarretaria no início de um processo deflacionário, mas não tem conta que, como veremos no próximo capítulo quando falarmos do processo de transição para o sistema baseado no Direito, não é necessário que se restabeleça a relação entre as notas de banco e a moeda em espécie que existia antes do início da emissão de meios fiduciários. Pelo contrário, todo o processo saudável de transição exige que se evite a deflação e que se redefina a proporção entre meios fiduciários e a moeda em espécie tendo em conta a quantidade total de notas e de depósitos já emitidos pelo sistema bancário. Não se trata, pois, de iniciar uma contração monetária, mas de evitar futuras expansões de crédito.

[69] Otto Michaelis, *Volkswirthschaftliche Schriften*, vols. I e II, Herbig, Berlim 1873.

banco central que, como emprestador de última instância, garantiria e perpetuaria os privilégios expansionistas de um sistema bancário privada que, cada vez com mais afinco, pretendia fugir dos compromissos e dedicar-se ao lucrativo "negócio" de criar moeda fiduciária pela expansão de crédito. A cobertura proporcionada pelo estabelecimento de um banco central permitia que o fizesse sem ter de se preocupar em demasia com os problemas de liquidez. Não surpreende, por isso, que Mises tenha sido especialmente crítico do fato de, na Lei de Peel de 1844, apesar das boas intenções, não ter sido eliminada, como foi em relação às notas bancárias, a criação expansiva de depósitos fiduciários, tendo-se ainda utilizado a lei para constituir e apoiar um sistema de atividade bancária central que, como já sabemos, acabou por servir para justificar e estimular políticas de descontrole monetário e financeiro muito piores do que aquelas que originalmente pretendia evitar.

A contribuição essencial de Mises para o estudo da moeda e dos ciclos monetários encontra-se incluída na sua obra *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel* (A Teoria da Moeda e do Crédito), publicada pela primeira vez em 1912.[70] Decorreram ainda oito anos até que

[70] Ludwig von Mises, *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Duncker & Humblot, Munich e Leipzig 1912 e 1924. A obra foi traduzida por H. E. Batson e publicada pela primeira vez em inglês por Jonathan Cape em Londres em 1934, pelo que pôde ser considerada na tese de doutoramento de Vera Smith publicada, como já sabemos, dois anos mais tarde. Saliente-se que Vera Smith inclui Mises, juntamente com Hübner, Michaelis e Cernuschi, na tabela de entrada dupla que apresenta nas pp. 144-145 do livro, na seção correspondente aos teóricos mais estritos da Escola Monetária que, no entanto, dadas as circunstâncias, defendiam um sistema de atividade bancária livre como o melhor caminho para, uma aproximação ao coeficiente de caixa de 100%. Uma das contribuições mais importantes do livro de Vera Smith é, talvez, o fato de ter mostrado que não existe uma identidade completa e automática entre a Escola Bancária e a escola de atividade bancária livre, por um lado, e a Escola Monetária e a escola do banco central, por outro. Antes, existe uma tabela de entrada dupla na qual se poderão classificar quatro grupos diferentes de teóricos. Pela importância e capacidade de esclarecimento, apresentamos a seguir a tabela revista de Vera Smith:

Tabela VIII-1	Escola da Atividade Bancária Livre	Escola do Banco Central
Escola Bancária (Reserva Fracionária)	Maioria dos teóricos da Escola Bancária do século XIX. White, Selgin, Dowd e David Friedman no século XX.	Keynesianos e a maioria dos monetaristas do século XX
→ (Evolução natural da Escola Bancária)		
Escola Monetária (Coeficiente de Caixa de 100%)	Modeste Cernuschi Hübner Michaelis Mises, possivelmente Hayek n 1925 e 1937 Rothbard, Huerta de Soto, W. Block Joseph Salerno e Hans-Hermann Hoppe	Proposta da Escola de Chicago na década de 1930. Maurice Allais.
← (Evolução natural da Escola Monetária)		

Mises, em 1920, anunciasse o conhecido teorema sobre a impossibilidade do cálculo econômico socialista, que tanto viria a dar que falar na discussão desenvolvida sobre este tema nas décadas que se seguiram. Embora não exista nenhuma evidência explícita de que Mises tivesse consciência de que os argumentos essenciais apresentados sobre a impossibilidade do socialismo eram também aplicáveis ao exercício do sistema bancário com reserva fracionária e, sobretudo, ao estabelecimento e funcionamento de um banco central, defenderemos na seção seguinte a tese de que a nossa análise sobre o sistema bancário com reserva fracionária e o banco central é apenas uma caso específico que decorre da aplicação do teorema geral sobre a impossibilidade teórica do socialismo ao âmbito financeiro.[71]

3
A aplicação do teorema da impossibilidade do socialismo ao banco central

No capítulo II, vimos que, ao longo da história, os bancos centrais surgem não como resultado do processo espontâneo e evolutivo do mercado livre, mas como consequência da intervenção deliberada dos governos no setor bancário. De fato, a instituição do sistema bancário central tem origem no fracasso dos poderes públicos no que se refere à definição e defesa adequadas do direito de propriedade dos depositantes ou seja, no que diz respeito a pôr fim ao uso abusivo do dinheiro que os banqueiros recebem em depósito dos clientes. Este fracasso levou ao desenvolvimento de uma atividade bancária sustentada em um coeficiente de reserva fracionário, que, como sabemos, permite que os bancos criem do nada novos instrumentos monetários e possam, assim, obter enormes lucros. Já sabemos quais são os efeitos negativos

A divisão dos teóricos em quatro escolas (escola da atividade bancária livre com reserva fracionária, escola da atividade bancária com reserva fracionária dirigido por um banco central, Escola Monetária com coeficiente de caixa de 100% e atividade bancária livre e Escola Monetária com coeficiente de caixa de 100% e banco central) é muito mais precisa e clarificadora do que a classificação efetuada, entre outros, por Anna J. Schwartz e Lawrence H. White, com apenas três escolas: a Escola Monetária, a Escola Bancária e a Escola de Atividade Bancária Livre (Ver Anna J. Schwartz, "Banking School, Currency School, Free Banking School", publicado em *The New Palgrave: A Dictionary of Money and Finance*, vol. I, ob. cit., pp. 148-152).

[71] Sobre a evolução em Espanha da doutrina a favor do sistema bancário central e da influência sobre o processo de formação do banco emissor, ler Luis Coronel de Palma, *La evolución de un banco central*, Real Academia de Jurisprudencia e Legislación, Madrid 1976, e a bibliografia lá citada, bem como os trabalhos de Rafael Anes, "El Banco de España (1874-1914): un banco nacional", e de Pedro Tedde de Lorca, "La banca privada española durante la Restauración (1874-1914)", incluídos no vol. I de *La banca española en la Restauración*, Servicio de Estudios do Banco de España, Madrid 1974. Apesar das valiosas referências incluídas nos trabalhos anteriores, falta fazer uma história do pensamento econômico espanhol sobre a discussão sistema bancário central-sistema bancário livre.

que esta atividade bancária tem sobre a estrutura produtiva, na forma de crises e recessões de grande gravidade que, à partida, deveriam justificar um cuidado especialmente diligente para garantir o cumprimento dos princípios tradicionais do Direito (depósitos à vista com um coeficiente de caixa de 100%). No entanto, ao longo da história, em vez de aumentar o zelo no que respeita ao cumprimento do Direito por parte dos bancos, os estados foram os primeiros a tirar proveito do sistema, concedendo todo o tipo de privilégios aos bancos. De fato, para combater os problemas fiscais a que estão constantemente sujeitos devido à sua irresponsabilidade financeira, os governos não só legalizaram o exercício da atividade bancária com reserva fracionária através da concessão do respectivo privilégio, como tentaram sempre tirar proveito do mesmo, ora exigindo que grande parte dos empréstimos criados do nada pelo sistema bancário de reserva fracionária fossem concedidos ao próprio governo, ora reservando para si todo ou parte do exercício do sistema bancário com reserva fracionária.

Por sua vez, os próprios banqueiros privados não deixaram de notar que a sua atividade estava sujeita a recorrentes pânicos e crises de liquidez que regularmente punham a causa a continuidade do lucrativo negócio. Assim, foram os primeiros interessados em solicitar o estabelecimento de um banco central que, como emprestador de última instância, lhes assegurasse a sobrevivência nos momentos de apuro. Desta forma, os interesses dos banqueiros e os do estado e do banco central acabavam por coincidir, criando uma simbiose entre ambos em que os dois saíam beneficiados. O estado consegue obter um financiamento fácil em forma de créditos e de inflação fiduciária, cujo custo passa despercebido aos cidadãos, que inicialmente não sente qualquer aumento de impostos. Os banqueiros privados aceitam de bom grado a existência de um banco central e a regulamentação daí emanada, uma vez que percebem que, em última instância, toda a estrutura da atividade poderia se desfazer sem a cobertura de uma instituição oficial que proporcione a liquidez necessária quando surgem as “inevitáveis” crises bancárias e recessões econômicas.

Assim, podemos concluir, em consonância com Vera Smith, que o sistema bancário central não é um resultado instantâneo do processo de mercado, mas uma imposição coerciva do estado, que pretende atingir determinados objetivos (especialmente um financiamento mais fácil das despesas e a orquestração de políticas inflacionistas sempre muito populares), com a aquiescência e o apoio dos bancos privados, que, neste campo, sempre atuaram como cúmplices do governo ao longo da história.[72]

[72] *“A central bank is not a natural product of banking development. It is imposed from outside or comes into being as the result of Government favours. This fator is responsible for marked effects on the whole currency and credit structure which brings it into sharp contrast with what would happen under a system of free banking from which*

Surgiu assim historicamente a instituição do banco central, que se sustenta na relação de cumplicidade e na coligação de interesses que tradicionalmente existe entre governos e banqueiros e que explica na perfeição as relações de estreita "compreensão" e "cooperação" entre os dois tipos de instituição. Estas relações permanecem até aos dias de hoje, apenas com pequenas alterações, em todos os países ocidentais e em quase todas as circunstâncias. O banco central assegura a sobrevivência dos bancos privados e estes sujeitam-se a uma tutela e um controle político por parte daquele e, em última instância, do próprio governo. Além disso, pretende-se que o banco central dirija a política monetária e de crédito de cada país, de forma a atingir determinados objetivos de política econômica. Na próxima seção, veremos por que razão é teoricamente impossível que um banco central possa manter um sistema monetário e de crédito que não provoque graves desajustamentos e perturbações econômicas.[73]

A teoria da impossibilidade da cooperação e coordenação social baseadas na coerção institucional ou na violação dos princípios do Direito

Noutro lugar,[74] defendi a tese de que o socialismo deverá se redefinir, como qualquer sistema de agressão institucional, contra o livre

Government protection was absent." Vera C. Smith, *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, ob. cit., p. 169. Assim, podemos aceitar a tese do professor Charles Goodhart (ver a nota 73), para quem a instituição do banco central resulta da mudança de um sistema de dinheiro-mercadoria para um sistema de moeda fiduciária, sempre que se reconheça que essa mudança não é um resultado espontâneo do mercado, mas, pelo contrário, é o resultado inevitável da violação espontânea dos princípios tradicionais do direito (coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista) exigidos para o correto funcionamento do mercado. Na nossa opinião, o único defeito importante do livro de Vera Smith está no fato de a autora não perceber completamente que o sistema do banco central não é mais do que o resultado lógico e inevitável da introdução gradual e subreptícia, por parte dos banqueiros privados e em histórica cumplicidade com os governos, do sistema bancário baseado na reserva fracionária. No livro de Vera Smith são ignoradas as propostas que já naquela altura circulavam a favor do coeficiente de caixa de 100%. Se a autora tivesse analisado estas propostas, teria notado que a única maneira de obter um sistema de atividade bancária livre é pelo restabelecimento do princípio segundo o qual é preciso manter em reserva 100% das quantidades recebidas em forma de depósitos à vista. Como veremos mais adiante, o mesmo defeito é aplicável a muitos dos teóricos modernos que hoje em dia defendem o sistema bancário livre.

[73] A obra clássica sobre a evolução dos bancos centrais é a de Charles Goodhart, *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2.ª edição, 1990, especialmente as pp. 85-103. Pode encontrar-se um breve resumo sobre a evolução e o surgimento dos bancos centrais nas pp. 9 e ss. do livro de Pedro Tedde de Lorca *El Banco de San Carlos (1782-1822)*, Alianza Editorial, Madrid 1988. A formação do banco central que levou a dificuldades financeiras do Estado, que se vê continuamente forçada a tirar proveito dos privilégios de criação de dinheiro (em forma de notas e de depósitos) permitida pelo sistema bancário com reserva fracionária é perfeitamente ilustrada para o caso espanhol do século XIX no livro de Ramón Santillana, *Memoria histórica sobre los bancos Nacional de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando, y de España*, reedição do Banco de Espanha, Madrid 1982, e em especial as pp. 1, 3, 132, 236 e 237.

[74] Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., p. 87.

exercício da função empresarial. Esta agressão pode se manifestar como exercício ou ameaça de violência física perpetrada diretamente pelos órgãos do governo, ou pela concessão de privilégios a determinados grupos sociais (sindicatos, banqueiros, etc.) para que, com a cobertura do estado, possam atuar em violação dos princípios tradicionais do Direito. Ora, tentar alcançar o objetivo de coordenar a sociedade mediante a coerção institucional é um erro intelectual, uma vez que não é teoricamente possível que o órgão encarregado de exercer a agressão institucional possa obter toda a informação de que necessita para dar uma feição coordenadora aos mandatos.[75] Isto acontece por quatro motivos; *primeiro*, por razões de volume — é impossível que o órgão de intervenção assimile constantemente o enorme volume de informação prática disseminada nas mentes dos seres humanos; *segundo*, dado o caráter especialmente intransferível da informação de que o órgão central necessita (pela natureza subjetiva, prática, tácita e não articulável da informação); *terceiro*, porque não é possível transmitir a informação que os atores ainda não tenham descoberto ou criado e que advém apenas do livre processo de mercado decorrente do exercício da função empresarial submetida ao Direito; e *quarto*, porque o exercício da coerção impede o processo empresarial de descobrir ou de criar a informação necessária para coordenar a sociedade.

É precisamente este o cerne do argumento originalmente desenvolvido por Mises em 1920 sobre a impossibilidade do socialismo e, em geral, da intervenção do estado na economia. Este argumento explica teoricamente o fracasso histórico das economias do socialismo real bem com as crescentes tensões, desajustes e deficiências provocadas pelo estado providência intervencionista próprio das economias ocidentais.

Da mesma forma, a concessão de privilégios contrários aos princípios tradicionais do direito impossibilita a cooperação coordenada entre os diferentes agentes da sociedade. De fato, os princípios tradicionais do Direito são indispensáveis para o exercício coordenado e pacífico da função empresarial. A violação sistemática de tais princípios impossibilita, em maior ou menor grau, a livre criatividade empresarial e, logo, a criação e transmissão da informação necessária para coordenar a sociedade. Quando se atua à margem destes princípios não se descobrem os desajustamentos sociais, e os que existem tendem a se agravar de forma sistemática.[76]

---

[75] *Ibidem*, p. 95.

[76] A análise detalhada de todas as conclusões teóricas resumidas no texto pode ser encontrada nos três primeiros capítulos de Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, obra já citada, pp. 21-155

O exercício sistemático de coerção sobre a sociedade por parte do estado e a concessão de privilégios em violação dos princípios tradicionais do Direito tem como consequência inevitável o a desordem e o desajustamento social generalizado em todos os níveis e todas as áreas sobre as quais a coerção é exercida ou os privilégios concedidos. De fato, quer a coerção quer os privilégios favoreçam a criação de informação errônea e o surgimento de ações irresponsáveis, isso leva à corrupção dos hábitos individuais de comportamento sujeitos a normas (leis em sentido material) e favorece o desenvolvimento da economia paralela ou irregular e, em suma, a criação e manutenção de todo o tipo de desajustamentos e conflitos sociais.

A APLICAÇÃO DO TEOREMA DA IMPOSSIBILIDADE DO SOCIALISMO AO BANCO CENTRAL E AOS SISTEMAS DE RESERVA FRACIONÁRIA

Umas das teses mais importantes deste livro é a de que o teorema da impossibilidade do socialismo e a análise realizada pela Escola Austríaca sobre os inevitáveis efeitos de descoordenação social provocados na sociedade pela coerção institucional e pela concessão de privilégios violando o Direito são aplicáveis ao sistema financeiro e bancário que se desenvolveu nas nossas economias e que tem por base no exercício do sistema bancário privado com um coeficiente de reserva fracionário e controlado por uma instituição (o banco central) que se tornou o artífice e responsável pela política bancária.

De fato, todo o sistema financeiro e bancário moderno das economias de mercado se sustenta, por um lado, no exercício sistemático de coerção, contra o livre exercício da função empresarial na área financeira, e, por outro lado, na concessão de privilégios aos bancos privados, em violação dos princípios tradicionais do Direito, para que possam operar com um coeficiente de reserva fracionário.

Não vale a pena insistir na natureza jurídica do privilégio "odioso" que é o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário, uma vez que é uma questão que discutimos ao pormenor nos três primeiros capítulos deste livro. Já no que diz respeito ao exercício sistemático de coerção no campo financeiro e bancário, é fácil compreender que é levado a efeito, em primeiro lugar, por intermédio das disposições de curso legal ou forçoso que obrigam à aceitação como meio liberatório da unidade monetária emitida pelo banco central monopolista.[77] A coerção institucional do banco central

[77] Por exemplo, o artigo 15 da Lei 13/1994, de Autonomía del Banco de España, dizia que "corresponderá

manifesta-se também na estrutura de toda a legislação bancária de tipo administrativo dirigida ao controle rigoroso da atuação das entidades de crédito e, a nível macroeconômico, à definição e execução da política monetária de cada país.[78]

Em suma, parece inevitável concluir que "a organização do sistema bancário está muito mais próxima da economia socialista do que da economia de mercado".[79] Assim, em matéria bancária e de crédito estamos na mesma situação em que, até há poucos anos, se encontravam os países de socialismo real que pretendiam coordenar as decisões e processos econômicos por intermédio de um sistema de planificação central. Ou seja, a "planificação central" tornou-se algo natural no campo do sistema bancário e do crédito nas economias de mercado, pelo que é natural que, nesta área, se verifiquem todos os efeitos de descoordenação e ineficiência já apresentados pela teoria do socialismo. Vamos agora analisar mais detidamente a aplicação do teorema da impossibilidade do socialismo a três casos distintos de organização intervencionista e/ou privilegiada da atividade bancária, nomeadamente: a) o caso mais geral do banco central que exerça a tutela sobre um sistema bancário com reserva fracionária; b) o caso

---

ao Banco de Espanha a faculdade *exclusiva* de emissão de notas em pesetas, que, sem prejuízo do regime legal aplicado à moeda metálica, *serão os únicos meios de pagamento de curso legal dentro do território espanhol com poder liberatório pleno e ilimitado", Boletín Oficial del Estado* de 2 de Julho de 1994, p. 15404 (itálico acrescentado). Como é lógico, com a entrada da Espanha na União Monetária Europeia a partir de 1 de janeiro de 2002, as referências à peseta e ao Banco de Espanha devem ser substituídas pelas correspondentes ao Euro e ao Banco Central Europeu, respectivamente.

[78] Ver, por exemplo, a enumeração geral de funções do banco central incluídas no artigo 7 da Lei de Autonomia do Banco de Espanha já citada.

[79] Ver o trabalho da minha aluna Elena Sousmatzian Ventura: "¿Puede la intervención gubernamental evitar las crisis bancarias?", *Revista de la Superintendencia de bancos y otras instituciones financieras*, n.º 1, Caracas, Venezuela, abril-junho de 1994, pp. 66-87. Neste notável trabalho, Elena Sousmatzian acrescenta ainda que a noção de que o atual sistema bancário partilha características de uma economia socialista ou controlada, embora inicialmente possa surpreender muitos, é fácil de entender se nos lembrarmos de que: a) todo o sistema é organizado com base no monopólio da moeda por parte do Estado; b) o sistema fundamenta-se no privilégio concedido aos bancos para criarem do nada créditos sobre a base das reservas fracionárias dos depósitos; c) a direção de todo o sistema é efetuada pelo banco central, como autoridade monetária independente que atua como verdadeiro órgão de planificação do sistema financeiro; d) do ponto de vista jurídico, o princípio que se aplica ao sistema bancário é o mesmo princípio de competência próprio da Administração, em virtude do qual só pode fazer aquilo que lhe é permitido, ao contrário do princípio jurídico de capacidade que se aplica para o resto das pessoas privadas, que podem fazer sempre tudo o que não seja proibido; e) é comum o sistema bancário ser uma exceção ao sistema geral de falências regido pelo direito comercial, que, no âmbito bancário, é substituído por um sistema próprio do direito administrativo e baseado na intervenção e substituição dos órgãos de administração; f) as falências são impedidas pela externalização dos efeitos das crises patrimoniais dos bancos, cujos custos são suportados pelos cidadãos por empréstimos do banco central a taxas de juro preferenciais ou de contribuições a fundo perdido concedidas por um fundo de garantia de depósitos; g) existe uma extensíssima e minuciosíssima regulação a que a atividade bancária se encontra sujeita, toda ela de tipo administrativo; e h) a fiscalização da intervenção governamental no caso das crises bancárias é reduzida ou inexistente, muitas vezes, é decidida *ad hoc*, à margem dos princípios de racionalidade, eficiência e eficácia.

do banco central que atue sobre um sistema bancário que opere com um coeficiente de caixa de 100% e, por último, c) o caso de um sistema bancário livre (sem regulação e sem banco central), mas que exerça a atividade de forma mais privilegiada, ou seja, com um coeficiente de reserva fracionário.

a) O sistema baseado em um banco central que "tutela" umo sistema bancário privada com reserva fracionária

O sistema baseado em um banco central e no exercício privado do sistema bancário com reserva fracionária é o caso mais perturbador de "planificação central" sobre o sistema financeiro.[80] De fato, este sistema não só se fundamenta na concessão de um privilégio aos banqueiros privados (exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário), que provoca naturais distorções na forma de expansão de crédito e ciclos recorrentes de auge e depressão, como pressupõe que todo o sistema se encontre orquestrado, dirigido e apoiado por um banco central, emprestador de última instância, que, de forma sistemática, exerce coerção institucional no campo bancário, financeiro e monetário.

Ao proporcionar a liquidez necessária aos bancos nos momentos de crise, o banco central tende a neutralizar os mecanismos que espontaneamente fazem reverter os efeitos expansionistas do sistema bancário (que consistem, precisamente, na falência rápida dos bancos mais expansionistas e menos solventes). Desta forma, o processo de criação de depósitos e de expansão de créditos sem cobertura de poupança real voluntária pode estender-se indefinidamente no tempo, agravando os efeitos de distorção sobre a estrutura produtiva e, logo, as inevitáveis crises e recessões econômicas que provoca.

O sistema de planificação financeira baseado no banco central não é capaz de eliminar a recorrência dos ciclos econômicos. O mais que pode fazer é adiar a chegada por meio da criação de nova liquidez e do apoio aos bancos em perigo nas situações de crise bancária, à custa de tornar mais graves as inevitáveis recessões. Mais cedo ou mais tarde, o mercado tenderá sempre a reagir e a reverter os efeitos das agressões monetárias a que é submetido, pelo que as tentativas deliberadas de evitar esses efeitos por via coerciva (ou de concessão de privilégios) estão condenadas ao fracasso. O máximo que se pode conseguir é adiar, à custa de agravá-la, a necessária reversão, ou crise econômica. Não é possível evitá-la. No sistema bancário livre

---

[80] Excluímos, claro, os casos, hoje pouco relevantes, de sistemas bancários totalmente nacionalizados (China, Cuba, etc.).

com reserva fracionária e sem banco central, a reversão (bem como a posterior recuperação) tende a ocorrer muito mais cedo, graças aos processos instantâneos de liquidação interbancária (o que não impede a existência de um efeito de distorção sobre a estrutura produtiva). Com a criação de um banco central que proporcione, como emprestador de última instância, a liquidez necessária nos momentos de crise, os processos instantâneos de reversão e de recuperação do mercado tendem a ser neutralizados, o que faz com que as políticas de expansão possam ser muito mais duradouras e os seus efeitos negativos muito mais graves e prolongados.[81]

O banco central, como "órgão central de planificação financeira", está submetido a uma contradição intrínseca. De fato, como demonstrou veementemente F.A. Hayek, *todos os bancos centrais enfrentam um dilema básico que torna inevitável que a sua política deva ser feita com um alargado poder discricionário, no entanto, continuam sem ter toda a informação de que precisam para atingir os seus objetivos.* O banco central exerce o seu poder sobre os bancos privados se apoiando sobretudo na ameaça de não lhes proporcionar a liquidez de que necessitem. Contudo, ao mesmo tempo, consideramos que o principal dever e razão de ser do banco central consiste em não negar a proporcionar a liquidez necessária nos momentos em que se verifiquem crises bancárias.[82]

Tudo isto explica a grande dificuldade sentida pelos bancos centrais para eliminar as crises econômicas, apesar de todo o esforço e dedicação, bem como do minucioso e rigoroso controle que exercem sobre a atividade bancária privada, via legislação administrativa e coerção direta.[83]

---

[81] Além disso, o banco central não pode assegurar a todos os clientes dos bancos privados a recuperação dos depósitos em unidades monetárias *que mantenham inalterado o correspondente poder de compra.* A crença de que os bancos centrais "garantem" a devolução dos depósitos a todos os cidadãos, independentemente do comportamento dos respectivos bancos privados, é pura ficção, uma vez que, o mais que podem fazer é gerar do nada nova liquidez para fazer frente a todas as exigências de levantamento de depósitos de que os bancos privados sejam objeto, dando origem a um processo inflacionário que faz com que em muitas ocasiões o poder de compra das unidades monetárias retiradas dos correspondentes depósitos seja sensivelmente inferior ao que tinham aquando da realização dos depósitos.

[82] *"There is one basic dilemma, which all central banks face, which makes it inevitable that their policy must involve much discretion. A central bank can exercize only an indirect and therefore limited control over all the circulating media. Its power is based chiefly on the threat of not supplying cash when it is needed. Yet at the same time it is considered to be its duty never to refuse to supply this cash at a price when needed. It is this problem, rather than the general effects of policy on prices or the value of money, that necessarily preocupies the central banker in his day-to-day actions. It is a task which makes it necessary for the central bank constantly to forestall or counteract developments in the realm of credit, for which no simple rules can provide sufficient guidance."* F.A. Hayek, *The Constitution of Liberty*, Routledge, Londres, 1.ª edição de 1960, reedição de 1990, p. 336.

[83] Os diferentes sistemas e organismos que visam "assegurar" os depósitos criados em muitos países ocidentais tendem a produzir um efeito que é exatamente o oposto ao pretendido com o seu estabelecimento. Estes "fundos de garantia dos depósitos" fazem com que a política dos bancos privados seja mais

Além disso, tal como acontecia com o Gosplan, o órgão máximo de planificação econômica da extinta União Soviética, o banco central é obrigado a recolher continuamente uma vastíssima quantidade de informação estatística sobre o negócio bancário, as diferentes componentes da oferta monetária e a demanda de moeda. Esta informação estatística não inclui os aspectos qualitativos que seriam necessários para possibilitar uma intervenção não perturbadora, não só devido ao enorme volume desta informação, mas sobretudo em razão do seu caráter subjetivo, dinâmico, constantemente em mutação e particularmente difícil de obter no campo financeiro. Assim, torna-se especialmente óbvia a impossibilidade de o banco obter toda a informação de que necessita para atuar de forma coordenadora, o que não é senão mais uma demonstração do teorema da impossibilidade do socialismo, neste caso aplicada ao campo financeiro.

O conhecimento das diferentes componentes da oferta e da demanda de moeda nunca está disponível para ser reunido de forma objetiva. Pelo contrário, trata-se de um conhecimento de natureza prática, subjetiva, dispersa e de difícil articulação decorrente dos desejos subjetivos dos agentes econômicos, que estão em constante mudança e que dependem, em grande medida, da própria evolução da oferta monetária. Já sabemos que qualquer quantidade de moeda é ótima, na medida em que, uma vez que os efeitos sobre a estrutura de preços relativos tiverem se verificado, os agentes econômicos podem tirar pleno proveito de sua capacidade de troca, qualquer que seja o volume absoluto da mesma. O que provoca um grave efeito perturbador e dá lugar ao desajustamento e à descoordenação generalizada no comportamento dos diferentes agentes econômicos é a ocorrência de mudanças na quantidade de moeda e na sua distribuição, provocada pela expansão de créditos sem cobertura de poupança ou pela despesa direta das novas unidades monetárias em determinados setores da economia.

Assim, não surpreende que o sistema bancário central que estamos analisando se caracterize por ter desencadeado os processos de descoordenação intertemporal mais graves da história. Já vimos que as políticas de "estabilização" do poder de compra da unidade monetária

imprudente e menos responsável, uma vez que dão aos cidadãos a falsa segurança de que os depósitos se encontram "garantidos" e de que não é preciso um esforço no estudo e na revisão da confiança posta em cada instituição. Estes fundos convencem também os banqueiros de que o seu comportamento não irá prejudicar muito gravemente os seus clientes diretos. O papel de destaque que os sistemas de garantia ou "seguro" de depósito tiveram no surgimento de crises bancárias foi estudado, entre outros, no livro *The Crisis in American Banking*, Lawrence H. White (ed.), New York University Press, Nova York 1993. É, pois, um pouco desolador que, no processo de harmonização do direito bancário europeu, se tenha estabelecido na União Europeia a obrigatoriedade da implantação do reconhecimento oficial de um sistema de garantia de depósitos em cada Estado da União, fixando-se a obrigatoriedade da afiliação de cada entidade europeia de crédito a alguma das agências criadas a nível estatal.

empreendidas pelos diferentes bancos centrais, especialmente pelos ingleses e norte-americanos, estimularam um grave processo de expansão de crédito e monetária ao longo dos "felizes" anos 1920, que provocou a mais grave depressão econômica do século passado. Mais tarde, depois da Segunda Guerra Mundial, os ciclos repetiram-se de forma recorrente, alguns dos quais tão graves como a própria Grande Depressão: recorde-se a recessão de finais dos anos 1970 e, em menor medida, a de início dos anos 1990. Isto apesar de todas as declarações programáticas em torno da necessidade de manter uma política monetária estável por parte dos governos e bancos centrais e do imenso esforço em termos de recursos humanos, estatísticos e materiais empenhados na consecução desse objetivo. Apesar de tudo, o fracasso não podia ser mais evidente.[84]

Não existe qualquer possibilidade de que o banco central, como órgão central de planificação financeira, possa de alguma forma simular exatamente o funcionamento que a moeda privada teria no mercado livre submetido ao Direito. Não só o banco central não tem a informação necessária, como a sua mera existência tende a reforçar os efeitos de distorção e expansão do sistema bancário com reserva fracionária, dando origem a graves descoordenações intertemporais no mercado, que, em muitas ocasiões, nem sequer o banco central é capaz de detectar até ser demasiado tarde. Os próprios teóricos defensores do banco central, como Charles Goodhart, viram-se obrigados a reconhecer que, apesar de todos os esforços realizados, na prática, é quase impossível que os funcionários dos bancos centrais sejam capazes de coordenar adequadamente a oferta e a demanda de moeda, dado o comportamento muito variável, difícil de prever e sazonal das diversas variáveis com que trabalham. Na verdade, é muito difícil, se não impossível, controlar a chamada "base monetária" e outro tipo de guias, tais como qualquer definição dos agregados monetários, a evolução do índice de preços ou a pré-fixação de uma taxa de juro ou de câmbio, sem dar origem a políticas monetárias erráticas e desestabilizadoras.

Além disso, Goodhart reconhece que os bancos centrais são submetidos às mesmas pressões e forças que afetam os demais organismos burocráticos e que foram estudadas pela Escola da Escolha Pública. E

[84] Assim, o erro de política monetária que mais contribuiu para o aparecimento da Grande Depressão foi o cometido pelos bancos centrais europeus e pela Reserva Federal norte-americana durante os anos 1920, e não, como indica Stephen Horwitz, seguindo Milton Friedman e Anna Schwartz, o fato de o banco central, depois do *crash* da bolsa de 1929, não ter feito frente a uma diminuição de 30% na quantidade de moeda em circulação. Como sabemos, a crise tem fundamento nas distorções na estrutura produtiva provocadas pela expansão de crédito e monetária anterior, e não na inevitável deflação ocorrida no correspondente processo de reversão. Este erro de apreciação de Horwitz, bem como a defesa dos raciocínios da escola moderna de liberdade bancária baseada na reserva fracionária, pode ser encontrado no seu artigo "Keynes' Special Theory", publicado em *Critical Review: A Journal of Books and Ideas*, vol. III, nn. 3 e 4, verão-outono 1989, pp. 411-434, e em especial a p. 425.

os funcionários dos bancos centrais são seres humanos e estão sujeitos aos mesmos incentivos e às mesmas restrições que afetam os outros funcionários. Por isso, é possível que, na sua atividade, se deixem levar, em maior ou menor medida, pelos diferentes grupos de interesses afetados pela política monetária do banco central. Entre estes podemos incluir os políticos desejosos de conseguir votos, os próprios bancos privados e, não menos importantes, vários outros grupos de interesse privilegiados. Goodhart conclui que:

> There is a temptation to err on the side of financial laxity. Raising interest rates is (politically) unpopular, and lowering them is popular. Even without political subservience, there will usually be a case for deferring interest rate increases, until more information on current developments becomes available. Politicians do not generally see themselves as springing surprise inflation on the electorate. Instead, they suggest that an electorally inconvenient interest rate increase should be deferred, or a cut 'safely' accelerated. But it amounts to the same thing in the end. This political manipulation of interest rates, and hence of the monetary aggregates, leads to a loss of credibility and cynicism about whether the politicians' contra-inflation rhetoric should be believed."[85]

O reconhecimento dos efeitos negativos dos comportamentos dos funcionários do banco central analisados pela Escola da Escolha Pública e o caráter "perverso" da influência dos políticos sobre eles levou ao consenso de que os bancos centrais deveriam ser tão "independentes" quanto possível das decisões políticas de cada momento e de que tal

[85] Charles A.E. Goodhart realizou um resumo preciso das insuperáveis dificuldades teóricas e práticas encontradas pelo banco central para levar a efeito a sua política monetária no seu artigo "What Should Central Banks Do? What Should be their Macroeconomic Objectives and Operations?", publicado em *The Economic Journal*, novembro de 1994, n.º 104, pp. 1424-1436. A citação do texto encontra-se nas pp. 1426-1427 e poderia ser traduzida da seguinte forma: "Existe a tentação de errar pelo lado da negligência financeira. Subir as taxas de juro é politicamente impopular e reduzi-las muito popular. Mesmo sem a subserviência política, encontrar-se-á sempre pretexto para adiar os aumentos na taxa de juro até haver mais disponível informação sobre os eventos econômicos. Normalmente, os políticos não querem ver-se a surpreender repentinamente o eleitorado com inflação. Em vez disso, sugerem sempre que os aumentos eleitoralmente inconvenientes da taxa de juro sejam adiados, ou que uma redução seja antecipada "com segurança". Esta manipulação política das taxas de juro e, logo, dos agregados monetários leva a uma perda de credibilidade e ao cinismo sobre se deve acreditar-se ou não na retórica dos políticos contra a inflação." Outros trabalhos interessantes de Goodhart são os seguintes: *The Business of Banking 1891-1914*, publicado por Weidenfeld & Nicholson, Londres 1972, e *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2.ª edição, 1990. As inevitáveis influências políticas nas decisões dos bancos centrais, mesmo nos mais independentes do poder executivo do ponto de vista legal foram também mencionadas por Thomas Mayer, em *Monetarism and Macroeconomic Policy*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1990, pp. 108-109.

independência deveria ser inserida na legislação.[86] Em certa medida, isto constitui um pequeno passo em frente na reforma do sistema financeiro. No entanto, mesmo que a retórica quanto à independência dos bancos centrais seja reconhecida na legislação ou na própria constituição, e que, na prática, se torne efetiva (o que é mais do que duvidoso na maioria das vezes), muitos argumentos da análise da Escola da Escolha Pública sobre o comportamento "isolado" dos funcionários dos próprios bancos centrais continuariam a ser válidos. Além disso, e ainda mais importante, o banco central continuaria a gerar grandes e sistemáticos desajustamentos intertemporais, mesmo quando, aparentemente, adota uma política monetária mais "estável".[87]

Por fim, é muito curioso que a polêmica sobre a independência dos bancos centrais sirva de base a toda a discussão sobre a estrutura de incentivos mais adequada para motivar os funcionários responsáveis dos bancos centrais a desenvolverem a política monetária correta. Assim, foi reavivada a estéril discussão em redor dos incentivos relacionados com o "órgão central de planificação financeira", que tanta tinta fez correr entre os teóricos das economias do socialismo real durante os anos 1960 e 1970. De fato, a proposta de fazer depender a remuneração dos funcionários do banco central da aproximação aos objetivos predeterminados de estabilidade dos preços é muito semelhante aos mecanismos de incentivos que infrutiferamente se tentaram introduzir para que os gerentes das empresas estatais dos países socialistas atuassem de forma mais "eficiente". Estes projetos de reforma do sistema de incentivos fracassaram, tal como fracassarão os bem intencionados desejos que atualmente sustentam as últimas propostas em relação ao banco central, uma vez que partem da ignorância do fato fundamental de que os funcionários responsáveis dos organismos públicos, sejam empresas estatais ou bancos centrais, não podem abstrair-se do ambiente burocrático em que desenvolvem seu trabalho diário, nem ultrapassar a situação de ignorância intrínseca em que se encontram. Como afirma János Kornai, em uma crítica às tentativas de desenvolvimento de um sistema artificial de incentivos para tornar o comportamento dos funcionários eficiente:

> An artificial incentive scheme, supported by rewards and penalties, can be superimposed. A scheme may support

---

[86] Em Espanha foi elaborado um bom resumo das diferentes posições e da literatura mais recente sobre este tema por Antonio Erias Rey e José Manuel Sánchez Santos em "Independencia de los bancos centrales e política monetaria; una síntesis", *Hacienda Pública Española*, n.º 132, 1995, pp. 63-79.

[87] Sobre o papel positivo da independência do banco central sobre o sistema financeiro, consultar o livro de Geoffrey A. Wood et al, *Central Bank Independence: What is it and What will it Do for Us?*, Institute for Economic Affairs, Londres 1993; e também o trabalho de Otmar Issing, *Central Bank Independence and Monetary Stability*, Institute for Economic Affairs, Londres 1993.

> some of the unavowed motives just mentioned. But if it gets into conflict with them, vacillation and ambiguity may follow. The organization's leaders will try to influence those who impose the incentive scheme or will try to evade the rules ... What emerges from this procedure is not a successfully simulated market, but the usual conflict between the regulator and the firms regulated by the bureaucracy ... Political bureaucracies have inner conflicts reflecting the divisions of society and the diverse pressures of various social groups. They pursue their own individual and group interests, including the interests of the particular specialized agency to which they belong. Power creates an irresistible temptation to make use of it. A bureaucrat must be interventionist because that is his role in society; it is dictated by his situation.[88]

b) O sistema bancário privado exercido com um coeficiente de caixa de 100% e "controlado" por um banco central

Neste segundo sistema, os efeitos de distorção e de descoordenação advindos do ataque sistemático do banco central ao mercado financeiro são menores, uma vez que deixa de existir o privilégio concedido ao sistema bancário privado para poder exercer sua atividade com um coeficiente de reserva fracionário. Neste sentido, é certo que os créditos concedidos pelo sistema bancário correspondem ao verdadeiro desejo de poupança dos agentes econômicos, pelo que se reduzem os efeitos de distorção da expansão de crédito não coberta por um aumento prévio da poupança voluntária real. Isto não significa, contudo, que desapareçam todos os efeitos descoordenadores do banco central, dado que a simples existência de um banco central e o fato de este basear a atividade no exercício sistemático de coerção (promulgando decisões de curso legal ou forçoso e desenvolvendo uma política monetária predeterminada), também afetará negativamente os processos de coordenação social.

[88] János Kornai, "The Hungarian Reform Process", *Journal of Economic Literature*, vol. XXIV, n.º 4, dezembro de 1986, pp. 1726-1727. Esta passagem poderia ser traduzida da seguinte forma: "Um sistema artificial de incentivos baseado em prêmios e castigos pode ser imposto de cima. Tal sistema poderia apoiar alguns dos objetivos mencionados. Mas se se entra em conflito com eles, o resultado será a vacilação e a ambiguidade. Os líderes da organização tentarão influenciar aqueles que impõem um sistema de incentivos ou contornar as regras. O que surge deste processo não é um mercado simulado com êxito, mas o habitual conflito existente entre o regulador e as empresas reguladas pela burocracia. A burocracias políticas têm conflitos internos que refletem divisões da sociedade e as diversas pressões de vários grupos sociais. Perseguem os próprios interesses individuais e de grupo, incluindo os interesses particulares da agência especializada a que pertencem. O poder cria uma irresistível tentação para que se faça uso do mesmo. Um burocrata deve ser intervencionista pois é esse o seu papel na sociedade; está ditado pela sua situação."

Neste caso, a descoordenação mais grave será a de natureza intratemporal, e não a de feição intertemporal,[89] uma vez que a nova moeda criada pelo banco central e colocada no sistema econômico tenderá a afetar "horizontalmente" a estrutura de preços relativos. Ou seja, tenderá a gerar uma estrutura produtiva que, a nível horizontal, não irá necessariamente coincidir com a que os consumidores desejem manter a médio e longo prazo. O resultado é uma má distribuição dos recursos e a necessidade de reverter os efeitos que as novas injeções de moeda tenham exercido sobre o sistema.[90]

Além disso, embora não nos possamos referir a qualquer caso real de um sistema central de bancos exercida sobre um sistema de bancos privados com um coeficiente de caixa de 100%, tal sistema estaria igualmente submetido às influências políticas e dos grupos de interesse analisadas nos estudos da Escola da Escolha Pública. Seria ingênuo pensar que um banco central dotado do poder de emitir moeda poderá e quererá desenvolver uma política monetária estável e não perturbadora, mesmo operando sobre um sistema bancário privado cuja atividade se exerça com um coeficiente de reserva de 100%. O poder de emitir moeda constitui uma tentação demasiado irresistível que os governos e os diferentes grupos de interesses vão sempre querer tirar proveito. Assim, mesmo que o banco central não aumentasse os erros por um sistema bancário de reserva fracionária, estaria continuamente submetido ao risco de sofrer influências de tipo político e de diferentes grupos de interesses no sentido de tirar proveito do seu poder de emitir moeda, de forma a atingir os objetivos políticos que em cada circunstância histórica se consideram mais convenientes.

[89] Também se descarta totalmente que neste caso não surjam distorções intertemporais. Estas ocorrerão inevitavelmente mesmo que se exija um coeficiente de caixa de 100% ao sistema bancário, se o banco central emprestar dinheiro aos bancos privados ou injetar moeda nova no sistema econômico mediante compras maciças de mercado aberto que afetem diretamente os mercados de valores, a taxa de rentabilidade e, logo, indiretamente, a taxa de juro do mercado de crédito. No texto principal, assumimos que nenhuma destas políticas se leva a cabo (pois, caso contrário, estaríamos de novo na seção a) anterior.

[90] F.A. Hayek explicou que, em muitas ocasiões, a causa do desemprego está na existência de discrepâncias intratemporais entre a distribuição da demanda dos diferentes bens e serviços de consumo e a alocação do trabalho e demais recursos produtivos necessários para produzi-los. Trata-se, pois, de uma descoordenação qualitativa que tende a ser produzida e agravada pela injeção de nova moeda criada pelo banco central em diferentes lugares do sistema econômico. Este argumento, que se consubstancia e se torna mais relevante no caso do sistema bancário com reserva fracionária, na medida em que à distorção intratemporal se sobrepõe uma descoordenação *intertemporal* muito mais grave, manter-se-ia mesmo que o banco central operasse em um sistema bancário que exercesse a sua atividade com um coeficiente de reserva de 100%. Neste caso, o crescimento da oferta monetária proporcionado pelo banco central para alcançar seus objetivos de política monetária distorceria sempre de forma horizontal e intratemporal a estrutura produtiva, exceto no caso, impossível de conceber na prática, da nova moeda ser distribuída de forma igualitária por todos os agentes econômicos. Nestas circunstâncias, o aumento da qualidade de moeda em circulação não teria qualquer efeito, a não ser o de aumentar em termos proporcionais os preços de todos os bens, serviços e fatores de produção, deixando inalteradas todas as condições reais que, na sua origem, tivessem pretensamente justificado o crescimento da oferta monetária. Ver F.A. Hayek, *¿Inflación o pleno empleo?,* Unión Editorial, Madrid 1976.

Em síntese, é preciso reconhecer que, no modelo que estamos analisando nesta seção, se se eliminar o privilégio do exercício da atividade bancária com reserva fracionária, reduzir-se-á a maior parte dos efeitos de descoordenação que levam a ciclos econômicos. Ficariam, no entanto, latentes diversas possibilidades de descoordenação intratemporal, provocadas pela injeção das novas unidades monetárias no sistema econômico, independentemente do procedimento específico utilizado para injetar a nova moeda na sociedade (financiando parte da despesa pública, etc.). Além disso, os efeitos analisados pela Escola da Escolha Pública desempenhariam um papel de destaque nestes desajustamentos intratemporais. De fato, é quase inevitável que o poder de emissão de moeda do banco central tenda a ser explorado politicamente por diferentes grupos sociais, econômicos e políticos, dando assim ensejo a distorções na estrutura produtiva. Embora seja certo que a política monetária seria mais previsível e menos perturbadora se os bancos privados mantivessem um coeficiente de caixa de 100%, os teóricos que defendem a manutenção do banco central nestas circunstâncias são ingênuos ao pensar que o governo e os diferentes grupos sociais poderão e desejarão desenvolver uma política monetária estável e, na medida do possível, "neutra". Mesmo nestas circunstâncias, a mera existência do banco central, com o seu poder de emissão de moeda, atuaria como um ímã irresistível atraindo todo o tipo de influências políticas perversas sobre o exercício de sua atividade.[91]

c) O sistema bancário livre com reserva fracionária

O terceiro e último sistema que vamos analisar do ponto de vista da impossibilidade do socialismo é o sistema bancário livre (ou seja, sem banco central), mas com o privilégio de poder atuar com um coeficiente de reserva fracionário. A teoria da impossibilidade do socialismo também explica que a concessão de privilégios que permitam a determinados grupos sociais a violação dos princípios tradicionais do Direito tem os mesmo efeitos de descoordenação generalizada do socialismo, entendido como todo o sistema de agressão institucional e sistemática contra o livre exercício da função empresarial. Já dedicamos uma grande parte deste livro (capítulos IV-VII) a estudar ao pormenor a forma como o descumprimento dos princípios tradicionais no que respeita ao contrato de depósito bancário de moeda dá lugar à possibilidade de que os bancos expandam a base de crédito sem que,

[91] Os principais teóricos a defender um sistema bancário privado com um coeficiente de caixa de 100% controlado por um banco central foram os membros da Escola de Chicago dos anos 1930 e, atualmente, o Prêmio Nobel da Economia, Maurice Allais. No próximo capítulo, analisaremos ao pormenor o conteúdo das propostas.

a nível social, tenha havido um respectivo aumento da poupança voluntária, o que leva a uma descoordenação entre o comportamento de poupadores e investidores que acabará inevitavelmente por se reverter em forma de crise bancária e recessão econômica.

O principal esclarecimento a fazer no que diz respeito ao sistema bancário livre exercido com reserva fracionária e sem um banco central reside no fato dos processos espontâneos do mercado, que revertem os efeitos de distorção da expansão de crédito, tenderem a se desencadear mais rapidamente do que no caso de existir um banco central, pelo que os abusos e as distorções não podem chegar tão longe como acontece frequentemente quando existe um emprestador de última instância que orquestra todo o processo de expansão.

Assim, é possível imaginar que, em um sistema bancário livre, a atitude de vigilância por parte dos clientes sobre a atividade e solvência dos bancos, a reavaliação constante da confiança depositada nos mesmos e, sobretudo, o efeito das câmaras de compensação interbancária farão com que, de forma relativamente ágil, rápida e espontânea, ponha fim às iniciativas isoladas de alguns bancos de expansão do próprio crédito. De fato, os bancos que, de forma isolada, decidam expandir o crédito a um ritmo mais elevado do que o da média do setor, ou aumentar a emissão de notas a um ritmo superior ao da maioria, verão o volume das reservas a diminuir rapidamente, por mecanismos de liquidação e compensação interbancária, e por isso, serão forçados a interromper o crescimento da expansão para evitar a suspensão de pagamentos e, mais tarde, a falência.[92]

Não obstante, embora esta indubitável reação do mercado tenda a pôr fim aos abusos e iniciativas isoladas de expansão por parte de determinados bancos, não há qualquer dúvida de que o processo só funciona *a posteriori* e não é capaz de bloquear a emissão de novos meios fiduciários. Como vimos no capítulo II, já desde o nascimento do sistema bancário com reserva fracionária, e embora na altura não existisse um banco central, se verificou um aumento significativo dos meios fiduciários, primeiro em forma de depósitos e créditos sem cobertura de poupança e, mais tarde, também em notas emitidas sem a correspondente cobertura de reserva em moeda. Este processo foi distorcendo a estrutura produtiva e gerando ciclos sucessivos de auge e depressão que forma estudados e registados historicamente pelo menos a partir das crises bancárias e econômicas do século XIV em Flo-

[92] É este o processo originalmente descrito por Parnell em 1826 e posteriormente desenvolvido profundamente por Ludwig von Mises: "The Limitation on the Issuance of Fiduciary Media: Observations on the Discussions Concerning Free Banking", *Human Action*, ob. cit., pp. 434-448.

rença e em diversas circunstâncias históricas *nas quais os bancos privados operaram com reserva fracionária sem que existisse um banco central*. Tal como indica a teoria do sistema bancário livre, a grande maioria destes bancos expansionistas acabou por falir, mas só depois de um período mais ou menos prolongado de emissão de meios fiduciários, o que nunca deixou de ter graves efeitos negativos sobre a economia real, gerando crises bancárias e recessões econômicas.[93]

Por outro lado, o exercício do sistema bancário livre com reserva fracionária não só é incapaz de evitar as expansões e o surgimento de ciclos, como provoca uma tendência para que os bancos, em geral, se vejam tentados a expandir os próprios créditos, empreendendo uma política em que todos, em maior ou menor medida, se deixam levar pelo otimismo na concessão de empréstimos e na criação de depósitos.[94] E, como se sabe, sempre que os direitos de propriedade não são definidos adequadamente — e isto é o que acontece com o sistema bancário com reserva fracionária que, por definição, viola os princípios tradicionais do direito de propriedade dos depositantes — tende a gerar um efeito de "tragédia de bens comuns".[95] Desta forma, o banco que expanda os créditos obtém (se não falir) lucros significativos e mais elevados, fazendo recair o custo da ação irresponsável, de forma diluída, sobre o resto dos agentes econômicos. Por isso, os bancos se veem tentados de forma quase irresistível a ser os primeiros a iniciar uma política de expansão, sobretudo se estiverem à espera de que, como acontece frequentemente, tal política acabe por ser seguida, em maior ou menor grau, pelo resto do setor bancário.[96]

---

[93] Charles A. E. Goodhart afirmou que *"there were plenty of banking crises and panics prior to the formation of central banks"* e cita os trabalhos de O.B.W. Sprague, *History of Crises and the National Banking System*, originalmente publicado em 1910 e reeditado por Augustus M. Kelley em Nova Jersey em 1977; Ver Charles A.E. Goodhart, "What Should Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?", ob. cit., p. 1435. E também o artigo deste mesmo autor intitulado "The Free Banking Challenge to Central Banks", publicado em *Critical Review*, vol. 8, n.º 3, Verão de 1994, pp. 411-425. Foi publicada una compilação dos principais trabalhos de Charles A.E. Goodhart com o título *The Central Bank and the Financial System*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1995.

[94] Sobre o otimismo dos bancos e o "inflacionismo passivo" provocado pelo receio sentido pelos bancos para abortar a tempo uma expansão artificial, pode consultar-se Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 572-573. Acrescente-se que, segundo Mises, os benefícios retirados de privilégios tendem a esgotar (no âmbito do sistema bancário, pelo aumento de sucursais, despesas etc.), incentivando novas doses de inflação (*ibidem*, p.749).

[95] A expressão "tragédia dos bens comuns" consagrou-se a partir do artigo de Garret Hardin "The Tragedy of the Commons", *Science*, 1968 (reeditado nas pp. 16-30 de *Managing the Commons*, Garret Hardin and John Baden (eds.), Freeman, San Francisco, 1970). No entanto, o processo já havia sido completamente descrito 28 anos antes por Ludwig von Mises em "Die Grenzen des Sondereigentums und das Problem der external costs und external economies", seção VI do capítulo 10 da Parte IV de *Nationalökonomie: Theorie des Handelns und Wirtschaftens*, Editions Union, Genebra, 1940, 2.ª edição de Philosophia Verlag, Munique 1980, pp. 599-605.

[96] Selgin e White criticaram a minha aplicação da teoria da "tragédia dos bens comuns" ao âmbito do sistema

A única diferença em relação ao processo tradicional descrito por Hardin na sua explicação da “tragédia dos bens comuns”, na qual o autor aponta as consequências de uma definição inadequada dos direitos de propriedade no âmbito do meio-ambiente é que no campo do sistema bancário livre com reserva fracionária existe um mecanismo espontâneo, constituído por câmaras de compensação interbancária, que tende a pôr um limite às possibilidades de que as iniciativas isoladas de expansão cheguem a bom termo. A situação em que se encontram os bancos neste sistema poderia, portanto, resumir-se no Quadro VIII-2.

Quadro VIII-2		Banco A	
		Não expande	Expande
Banco B	Não expande	Sobrevivência dos dois (lucros reduzidos)	Falência de A Sobrevivência de B
	Expande	Falência de B Sobrevivência de A	Grandes lucros para ambos

No quadro, pressupomos existir dois bancos, o banco A e o banco B, cada um com duas opções em aberto: não expandir o crédito ou iniciar uma política de expansão de crédito. Se ambos os bancos iniciarem simultaneamente a expansão de crédito (e supondo que não existem outros bancos no setor), obterão os mesmos grandes lucros derivados da capacidade de emitir novas unidades monetárias e meios fiduciários. Se qualquer dos bancos expandir o crédito sem que o outro o faça, então os mecanismos de compensação interbancária colocarão em perigo a viabilidade e solvência, fazendo com que um perca as reservas em benefício do outro banco

bancário livre com reserva fracionária, argumentando que neste sistema ocorre uma “externalidade pecuniária” (ou seja, derivada do sistema de preços) que não tem nada que ver com a externalidade tecnológica em que se baseia a “tragédia dos bens comuns”. Ver George A. Selgin e Lawrence H. White “In Defense of Fiduciary Media, or We are Not (Devo)lutionists, We are Misesians!”, ob. cit., pp. 92-93 (nota 12). No entanto, penso que Selgin e White não compreenderam completamente que a emissão de meios fiduciários surge como resultado da violação dos princípios tradicionais do direito de propriedade em relação ao contrato de depósito bancário de moeda, pelo que estes meios não são um fenômeno espontâneo do processo livre de mercado submetido ao Direito. Por sua vez, Hoppe, Hülsmann e Block saíram em minha defesa, argumentando que *“In lumping money and money substitutes together under the joint title of ‘money’ as if they were somehow the same thing, Selgin and White fail to grasp that the issue of fiduciary media —an increase of property titles— is not the same thing as a larger supply of property and that relative price changes affected through the issue of fiduciary media are an entirely different ‘externality’ matter than the price changes affected through an increase in the supply of property. With this fundamental distinction between property and a property title in mind, Huerta de Soto’s analogy between fractional reserve banking and the tragedy of the commons makes perfect sense.”* Ver Hans-Hermann Hoppe, Jörg Guido Hülsmann e Walter Block, “Against Fiduciary Media”, *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Primavera 1998, vol. 1, n.º 1, pp. 22-23. Além disso, Mises salienta que o principal efeito econômico dos custos externos negativos consiste em dificultar o cálculo econômico e em descoordenar a sociedade, fenômenos plenamente observáveis no caso da expansão de crédito decorrente do sistema bancário com reserva fracionária. Ver Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 655 e ss.

caso não interrompa a tempo a política de expansão de crédito. Por fim, há também a opção de nenhum do bancos expandir o crédito, mas manter uma política prudente de concessão de créditos. Neste caso, a sobrevivência dos bancos está assegurada, embora os lucros sejam bastante modestos. *Nestas circunstâncias, é evidente que existe uma forte tentação para que ambos os bancos cheguem a acordo e, para evitar as consequências negativas decorrentes de atuações independentes, iniciam uma política conjunta de expansão de crédito que os defenda mutuamente da insolvência e lhes assegure a obtenção de lucros significativos*.[97]

A análise acima pode ser estendida ao caso de um grupo numeroso de bancos que exercem livremente a atividade com reserva fracionária. Esta análise explica que, nessas condições, os mecanismos de compensação interbancária, mesmo que atuem imitando a iniciativas *isoladas* de expansão, incitam, implícita ou explicitamente, a maioria dos bancos a estabelecer acordos entre si para iniciarem o processo de expansão em conjunto (seja de forma ativa ou "passiva", isto é, dando resposta sem restrições às maiores procuras generalizadas de crédito — "inflacionismo passivo"). Assim, em um sistema bancário livre com reserva fracionária, existe a tendência para a fusão dos bancos, a realização de acordos explícitos e implícitos entre eles e, em última instância, para o estabelecimento de um banco central. Este surge normalmente como resultado de exigências dos próprios banqueiros privados que desejam *institucionalizar* o caráter conjunto da expansão de crédito por intermédio de um organismo público que a

[97] O meu raciocínio sobre a aplicação da "tragédia de bens comuns" ao sistema bancário livre com reserva fracionária é paralelo ao originalmente enunciado por Longfield, embora Longfield tente aplicar o seu, sem grandes justificações, às expansões isoladas por parte de alguns bancos, ao passo que, em nossa análise, esses casos são limitados pelo mecanismo de compensação interbancária, fator ignorado por Longfield. Além disso, o princípio da tragédia de bens comuns aplica-se, no âmbito bancário, para explicar as forças que levam os bancos de um sistema bancário livre com reserva fracionária a chegar a acordo, fundir-se e solicitar a criação de um banco central, de forma a definir políticas gerais e comuns de expansão de crédito. A primeira vez que expliquei este típico processo de "tragédia de bens comuns" aplicado neste contexto foi na reunião regional da Sociedade Mont Pèlerin, que teve lugar no Rio de Janeiro de 5 a 8 de setembro de 1993. Aí, Anna Schwartz afirmou também que os teóricos modernos do sistema bancário livre com reserva fracionária não chegam a compreender que o mecanismo de compensação interbancária que propõem não atua como trava da expansão de crédito, caso todos os bancos decidirem, em maior ou menor medida, expandir o crédito simultaneamente. Ver o artigo de Anna J. Schwartz, "The Theory of Free Banking", apresentado na referida reunião, especialmente a p. 5. Em todo o caso, é evidente que o processo de expansão tem origem em um *privilégio* que viola o direito de propriedade e que cada banco guarda para si todos os benefícios advindos da expansão de crédito, fazendo recair os custos correspondentes de forma diluída em todo o sistema e evitando que o mecanismo de compensação interbancária possa pôr fim aos abusos, se houver, implícita ou explicitamente, um acordo para que a maioria dos bancos se deixe levar, em maior ou menor grau, pelo "optimismo" na criação e concessão dos créditos.

orquestre e organize, evitando assim que o comportamento "anti--solidário" de um grupo significativo de bancos relativamente mais prudente possa pôr em causa a solvência dos demais (mais "alegres" na concessão de créditos).

Desta forma, a nossa análise permite-nos concluir o seguinte: 1) que o sistema de compensação interbancária não é suficiente para pôr limite à expansão de crédito em um sistema de banca livre com reserva fracionária, se ocorrer de a maioria dos bancos decidir simultaneamente fazer qualquer tipo de expansão dos créditos sem que haja um aumento prévio de poupança voluntária; 2) que o próprio sistema bancário baseado na reserva fracionária estimula os bancos a chegar a acordo para iniciarem as políticas de expansão de forma generalizada e coordenada; 3) que os bancos do sistema têm um forte incentivo para reclamar e conseguir o estabelecimento de um banco central que institucionalize, orquestre e organize a expansão de crédito por parte de todos os bancos, garantindo ainda a criação da liquidez necessária em etapas de "apuro", que os bancos sabem por experiência própria que acabam sempre por surgir de forma recorrente.[98]

A concessão de um privilégio ao sistema bancário que lhe permita fazer uso de uma parte significativa do dinheiro que recebe em depósitos à vista, ou seja, que lhe permita exercer a atividade com um coeficiente de reserva fracionário, tem efeitos de descoordenação substanciais sobre a economia, semelhantes aos provocados pelas concessões de privilégios a outros grupos sociais noutros contextos (sindicatos no mercado de trabalho, etc.). No caso particular que estamos a analisar, o sistema bancário com reserva fracionária perturba a estrutura produtiva e provoca uma descoordenação intertemporal generalizada da economia, que, em última instância, se reverte de forma espontânea em forma de crises e recessões econômicas. Embora existam processos autônomos de reversão que tendem a pôr fim aos

---

[98] Por todas as razões dadas no texto, não posso estar de acordo com o meu amigo Pascal Salin quando conclui que *"the problem is (central bank) monetary monopoly not fractional reserves"*. Ver o seu artigo "In Defence of Fractional Monetary Reserves", apresentado na 7.ª Conferência de Austrian Scholars, Auburn, Alabama, 30-31 de Março de 2001. Até os mais salientes defensores do sistema de banca livre com reserva fracionária, como, por exemplo, George Selgin no seu artigo "Free Banking and Monetary Control", publicado em *The Economic Journal*, n.º 104, Novembro de 1994, n.º 427, pp. 1449-1459, e em especial na p. 1455, reconhecem que o sistema de compensação interbancária que surgiria no caso do sistema bancário livre não é capaz de pôr fim a uma expansão generalizada dos créditos. Selgin ignora que o sistema de banca com reserva fracionária que defende criaria uma tendência irresistível, não só para fusões, associações e acordos bancários, mas também, e ainda mais importante, para o estabelecimento de um banco central, dedicado a orquestrar as expansões de crédito conjuntas sem afetar a solvência de bancos individuais, e a garantir a liquidez necessária como emprestador de última instância capaz de apoiar qualquer banco em momentos de apuro financeiro.

abusos mais cedo do que em um sistema bancário com reserva fracionária controlado e liderado por um banco central, o efeito mais negativo do sistema bancário livre com reserva fracionária é que dá aos bancos um fortíssimo incentivo para que cheguem a acordo sobre a expansão dos créditos e, sobretudo, para que se empenhem em pedir às autoridades a criação de um banco central que os apoie nas etapas de dificuldade econômica e organize e orquestre a expansão de crédito de forma conjunta e generalizada.

Conclusão: o fracasso da legislação bancária

O processo social de mercado é possível graças a um conjunto de normas de feição consuetudinária. Estas normas, que acabam também por ser consequência do processo social de mercado, são constituídas por padrões de conduta que integram o direito contratual privado e o direito penal. Não foram concebidas deliberadamente por ninguém; são instituições evolutivas que surgem e se consolidam a partir de informação prática de um número muito elevado de atores ao longo de um período muito prolongado. Neste sentido, o direito material é constituído por um conjunto de *normas e leis gerais* (ou seja, aplicáveis a todos por igual) e abstratas (uma vez que apenas estabelecem um amplo âmbito de atuação individual, sem prever qualquer resultado concreto do processo social). Em contraste com esta concepção do Direito ou lei em sentido material, é preciso distinguir o conceito de legislação, entendida como o conjunto de ordens ou prescrições coercivas, de cariz regulamentar e *ad hoc*, nos quais se materializa a concessão de privilégios em violação do direito e a agressão institucional e sistemática com que o governo tenta dominar os processos de interação humana.[99] A legislação, entendida desta forma, implica o desaparecimento do conceito tradicional de lei que acabamos de apresentar e sua substituição por um "direito espúrio" constituído por um conglomerado de ordens, regulamentos e prescrições em que é especificado qual será o conteúdo concreto do comportamento do agente econômico regulamentado. Desta forma, à medida que a concessão de privilégios e a coerção institucional se alarguem e desenvolvam, as leis tradicionais deixam de atuar como normas de referência para o comportamento individual e seu papel passa a ser desempenhado pelas ordens e determinações coercitivas emanadas do órgão diretor, no nosso caso, o banco central. Assim, a lei vai perdendo gradualmente o âmbito de implantação prática e os diferentes agentes eco-

[99] F.A. Hayek, *Los fundamentos de la libertad*, 5.ª edição, Unión Editorial, Madrid 1990; *Derecho, legislación e libertad*, 2.ª edição, Unión Editorial, Madrid 1994. E também Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., cap. 3.

nômicos afetados, ao perderem a referência constituída pelo Direito em sentido material, vão modificando, sem perceber, a personalidade e perdendo até os hábitos ou costumes de adaptação a normas gerais de caráter abstrato. Nestas circunstâncias, como "fugir" às ordens é, muitas vezes, uma exigência determinada pela necessidade de sobrevivência e, noutras uma manifestação do sucesso de uma função empresarial corrompida ou perversa, o descumprimento da norma passa a ser considerado, do ponto de vista geral, mais como uma louvável manifestação do engenho humano do que como uma violação de um sistema de normas que prejudica gravemente a vida em sociedade.

Estas considerações são plenamente aplicáveis ao campo da legislação bancária. De fato, o estabelecimento do sistema bancário com reserva fracionária, que se generalizou a todos os países de economia de mercado, implica, antes de mais, e como vimos nos três primeiros capítulos deste livro, a violação de um princípio essencial do Direito que regula o depósito bancário de moeda e a concessão de um *ius privilegium* a determinados agentes econômicos, os bancos privados, para que atuem em desrespeito a tais princípios jurídicos e possam usar, em benefício próprio, a maior parte do dinheiro que recebem de depósitos à vista. A legislação bancária consubstancia-se, em primeiro lugar, no abandono dos princípios tradicionais do Direito que regem o contrato de depósito de moeda à vista, que constitui o cerne da atividade bancária moderna. Além disso, manifesta-se também no emaranhado de ordens e determinações administrativas que emanam do banco central e que pretendem regular todos os aspectos da atividade concreta dos banqueiros privados. Este emaranhado legislativo não só foi incapaz de evitar o aparecimento cíclico de crises bancárias, como, o que é mais grave, fomentou e agravou o surgimento recorrente de etapas de grande auge artificial e de profunda recessão econômica, que afetaram as economias ocidentais com regularidade e resultaram em um grande custo em termos econômicos e humanos. Assim:

> A cada nova crise, é promulgada urgentemente uma nova legislação ou um conjunto de reformas das anteriores, na ingénua assunção de que a lei antiga não era suficiente e de que com a nova, mais pormenorizada e abrangente, será possível prevenir melhor as crises futuras. Assim, o governo e o banco central justificam a sua incompetência na prevenção de crises, que, no entanto, voltam a surgir de forma recorrente, pelo que as novas normas duram apenas até à próxima crise bancária e recessão econômica.[100]

---

[100] Ver a p. 2 do artigo da minha aluna Elena Sousmatzian Ventura "¿Puede la intervención guberna-

Por isso, podemos concluir que a legislação bancária estará condenada ao fracasso enquanto não for completamente abolida e substituída por uns simples artigos incluídos nos códigos comercial e penal, nos quais se estabeleça a regulação do contrato de depósito bancário de moeda de acordo com os princípios tradicionais do Direito (coeficiente de caixa de 100%) e se proíbam todos os contratos que, à margem da lei, mascarem o exercício da atividade bancária com um coeficiente de reserva fracionário. Trata-se, em suma, de acordo com Mises, de substituir o atual emaranhado de legislação bancária de tipo administrativo, que não conseguiu atingir os objetivos a que se propunha, com artigos simples e claros incluídos nos códigos comercial e penal.[101]

Neste sentido, interessa notar que os teóricos modernos defensores do sistema bancário livre com um coeficiente de reserva fracionário consideram, erradamente, devido, entre outras coisas, à falta de formação jurídica, que o coeficiente de reserva de 100% seria uma intromissão administrativa inadmissível na liberdade individual. No entanto, pela análise dos três primeiros capítulos deste livro, sabemos que não há nada mais longe da verdade. Estes teóricos não percebem que tal disposição, longe de envolver uma coerção governamental e administrativa sistemática, é apenas a mera aplicação de um princípio tradicional do direito de propriedade ao campo bancário. Ou seja, não reconhecem que a um sistema bancário livre não submetido ao Direito, que exerça sua atividade com reservas fracionárias se pode aplicar a famosa frase anônima de um americano e dada a conhecer por Tooke, segundo a qual "bancos livres equivalem a fraude livre".[102] E, se, em última instância, a existência de um sistema bancário

---

mental evitar las crisis bancarias?", ob. cit. Elena Sousmatzian cita ainda a seguinte descrição efetuada por Tomás-Ramón Fernández do chamado ciclo de crise-legislação: "O ordenamento jurídico bancário sempre se desenvolveu como resposta a crises. Quando estas crises ocorreram, apanharam sempre em falta a legislação pré-existente, na qual nunca foi possível encontrar as respostas e soluções adequadas. Isto obrigou a que fosse sempre necessário "inventar" apressadamente fórmulas de emergência, que, apesar de terem sido criadas como resposta a uma crise, foram objeto de um processo de assimilação e incorporação em um novo quadro normativo geral, que se mantém até que novo choque acabe por substitui-las, gerando um novo ciclo de feições semelhantes." Tomás-Ramón Fernández, *Comentarios a la ley de disciplina de intervención de las entidades de crédito*, Serie de Estudios de la Fundación Fondo para la Investigación Econômica e Social, Madrid 1989, p. 9. Elena Sousmatzian expõe o seguinte problema: as crises podem ser prevenidas e, nesse caso, a intervenção governamental esteve à altura da tarefa que tinha em mãos; ou as crises não podem ser prevenidas e, nesse caso, não necessitamos de qualquer intervenção estatal para esse fim. Ambas as posições têm um fundo de verdade, uma vez que, como já sabemos, o exercício do sistema bancário com reserva fracionária torna inevitável o aparecimento da crise, independentemente da legislação bancária que os governos efetuem, que, em muitas ocasiões, mais do que minorar os problemas cíclicos, os agravam.

[101] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 443.

[102] Concretamente o que Tooke disse foi: *"As to the free trade in banking in the sense which it is sometimes contended for, I agree with a writer in one of the American papers, who observes that free trade in banking is synonymous with free trade in swindling. Such claims do not rest in any manner on grounds analogous to the claims of freedom of competition in production. It is a matter of regulation by the State and comes within the province of*

livre pode ser defendido e considerado um "mal menor" quando comparado a um sistema com banco central, tal defesa deve ser feita não como meio para permitir a exploração das possibilidades de lucro decorrentes da expansão de crédito, mas como *meio indireto* de permitir uma aproximação ao ideal do sistema bancário livre submetido ao Direito, ou seja, exercido com um coeficiente de reservas de 100%. Este objetivo deve ser perseguido *diretamente* com todos os meios jurídicos que em cada circunstância histórica estejam disponíveis em um Estado de Direito.

4
Análise crítica da escola moderna de atividade bancária livre com reserva fracionária

Nos últimos vinte e cinco anos verificou-se um certo renascimento das velhas doutrinas econômicas da Escola Bancária pela mão de um grupo de teóricos que defendem que o sistema bancário livre baseado na reserva fracionária não só provocaria menos distorções e crises econômicas do que o sistema bancário central, como tenderia a eliminá-las por completo. Uma vez que estes teóricos fundamentam os seus raciocínios em várias variantes, mais ou menos sofisticadas, dos antigos argumentos da Escola Bancária, iremos agrupá-los sob a designação de Escola Neobancária ou, se se preferir, de "escola moderna defensora do sistema bancário livre com reserva fracionária". Esta escola é composta por uma curiosa coligação de teóricos,[103] entre os quais é necessário destacar os membros da Escola Austríaca que ignoraram parte dos ensinamentos de Mises e Hayek em matéria monetária e de

---

police." Thomas Tooke, *A History of Prices* (3 volumes), Longman, Londres 1840, vol. III, p. 206. Assim, estamos de acordo com Tooke se por sistema bancário livre entendermos liberdade para exercer a atividade com reserva fracionária, violando os princípios essenciais do Direito que o Estado, no caso de considerarmos que deve ter uma função, deveria prevenir e castigar com toda a veemência. Parece ter sido apenas este o sentido com que Ludwig von Mises apresenta esta conhecida citação de Tooke em *Human Action* (ob. cit., p. 666).

[103] Como acertadamente assinala David Laidler, o interesse recente no sistema bancário livre e no desenvolvimento da Escola Neobancária radica no livro publicado por Friedrich A. Hayek sobre a desnacionalização do dinheiro (F.A. Hayek *Denationalization of Money: The Argument Refined*, Institute of Economic Affairs, Londres 1978). Antes de Hayek, Benjamin Klein fez una proposta semelhante no artigo "The Competitive Supply of Money", publicado no *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 6, novembro de 1974, pp. 423-453. A referência feita por Laidler a estes dois autores pode ser encontrada no seu breve mas sugestivo artigo sobre teoria bancária intitulado "Free Banking Theory", *The New Palgrave: A Dictionary of Money and Finance*, Macmillan Press, Londres e Nova York, 1992, vol. II, pp. 196-197. Por outro lado, como aponta Oskari Juurikkala, a atual discussão entre partidários do sistema bancário livre com 100% de coeficiente de caixa e com reserva fiduciária, é um reflexo fiel do que defendem Victor Modeste e Cernuschi, em consonância com J. Gustave Courcelle-Seneuil na França do século XIX. Ver o artigo "The 1866 False-Money Debate in the *Journal des Economistes:* Déjà vu for Austrians?", ob. cit.

teoria do capital e dos ciclos, como são os casos de White,[104] Selgin[105] e, mais recentemente, Horwitz;[106] membros da escola inglesa subjetivista, como Dowd;[107] e, por último, teóricos provenientes do campo monetarista, como Glasner,[108] Yeager[109] e Timberlake.[110] Embora não possa considerar-se que seja parte desta nova escola, até Milton Friedman[111] tem vindo gradualmente a inclinar-se nesse sentido, sobretudo

---

[104] Lawrence H. White, *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800-1845*, Cambridge University Press, Londres e Nova York 1984; *Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money*, New York University Press, Nova York, 1989; e também os artigos escritos juntamente com George A. Selgin, "How would the invisible hand handle money?", *Journal of Economic Literature*, vol XXXII, n.º 4, Dezembro de 1994, pp. 1718-1749; e mais recentemente "In Defense of Fiduciary Media - or, We are *Not* Devo(lutionists), We are Misesians!", *The Review of Austrian Economics*, vol. 9, n.º 2, 1996, pp. 83-107. José Antonio de Aguirre oferece-nos um resumo dos trabalhos de White nas pp. 247-251 do Anexo à edição espanhola do livro de Vera C. Smith *Fundamentos del sistema bancário central y la libertad bancaria*, ob. cit. José Anonio Aguirre fez também uma recolha exaustiva e extensíssima da "bibliografia complementar" que inclui na mencionada edição espanhola sobre o sistema bancário central e o sistema bancário livre. Por último, Lawrence H. White compilou os trabalhos mais importantes para a Escola Neobancária em três volumes sobre *Free Banking*: Volume I, *19th Century Thought*; Volume II, *History*; Volumen III, *Modern Theory and Policy*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1993.

[105] George A. Selgin, "The Stability and Efficiency of Money Supply under Free Banking", publicado no *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, n.º 143, ano 1987, pp. 435-456, reeditado em *Free Banking*: Volume III, *Modern Theory and Policy*, Lawrence H. White (ed.), cit., pp. 45-66; *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, Rowman & Littlefield, Totowa, Nova Jersey, 1988; os artigos escritos com Lawrence H. White, citados na nota anterior; e "Free Banking and Monetary Control", *The Economic Journal*, vol. 104, n.º 427, novembro de 1994, pp. 1449-1459. Existe um breve resumo avaliativo das teorias de Selgin realizado por José Antonio de Aguirre e incluído no citado Anexo ao livro de Vera C. Smith, pp. 255-270.

[106] Stephen Horwitz, "Keynes' Special Theory", *Critical Review: A Journal of Books and Ideas*, Verão-Outono de 1989, vol. III, nn. 3-4, pp. 411-434; "Misreading the `Myth´: Rothbard on the Theory and History of Free Banking", publicado como cap. XVI de *The Market Process: Essays in Contemporary Austrian Economics*, Peter J. Boettke e David L. Prychitko (eds.), Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1994, pp. 166-176; e também os seus livros *Monetary Evolution, Free Banking and Economic Order*, Westview Press, Oxford 1992 e *Microfoundations and Macroeconomics,* Routledge, Londres, 2000.

[107] Kevin Dowd, *The State and the Monetary System*, Saint Martin's Press, Nova York 1989; *The Experience of Free Banking*, Routledge, Londres, 1992; e *Laissez-Faire Banking*, Routledge, Londres e Nova York, 1993.

[108] David Glasner, *Free Banking and Monetary Reform*, Cambridge University Press, Cambridge 1989; "The Real-Bills Doctrine in the light of the Law of Reflux", *History of Political Economy*, vol. 24, n.º 4, inverno de 1992, pp. 867-894.

[109] Leland B. Yeager e Robert Greenfield, "A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability", *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º XV(3), agosto de 1983, pp. 302-315, reeditado como capítulo XI do volume III de *Free Banking*, Lawrence H. White (ed.), ob. cit., pp. 180- 195; Leland B. Yeager e Robert Greenfield, "Competitive Payments Systems: Comment", *American Economic Review*, n.º 76(4), setembro de 1986, pp. 848-849; Leland B. Yeager, "The Perils of Base Money", *The Review of Austrian Economics*, 14:4, 2001, pp. 251-266; *The Fluttering Veil: Essays on Monetary Disequilibrium,* Liberty Fund, Indianapolis 1997.

[110] Richard Timberlake, "The Central Banking Role of Clearinghouse Associations", *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 16, fevereiro de 1984, pp. 1-15; "Private Production of Scrip - Money in the Isolated Community", *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 4, outubro de 1987, (19), pp. 437-447; "The Government's Licence to Create Money", *The Cato Journal: An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, vol. IX, n.º 2, outono de 1989, pp. 302-321.

[111] Milton Friedman e Anna J. Schwartz, "Has Government any Role in Money?", *Journal of Monetary Economics*, n.º 17, ano 1986, pp. 37-72, reeditado como cap. XXVI do livro *The Essence of Friedman*, Kurt

depois de constatar o fracasso em convencer os bancos centrais de que devem pôr em prática a famosa proposta de regra monetária.

Os teóricos modernos da escola bancária livre com reserva fracionária desenvolveram uma análise econômica do chamado "equilíbrio monetário", que, utilizando elementos típicos da análise da Escola Monetarista e da Escola Keynesiana,[112] pretendem demonstrar que um sistema bancário livre com reserva fracionária se limitaria a ajustar a criação de meios fiduciários (notas e depósitos) à demanda pública dos mesmos. Desta forma, defendem que o sistema bancário livre com reserva fracionária não só manteria o "equilíbrio monetário" mais eficientemente do que outros sistemas alternativos, como seria a instituição capaz de, efetivamente, ajustar a oferta de moeda e sua demanda.

De forma simplificada, o argumento tem por base a consideração do que acontecerá se houver um aumento da demanda de meios fiduciários por parte dos agentes econômicos, assumindo que as reservas em moeda do sistema bancário se mantêm. O raciocínio seguido neste caso é o de que o ritmo de troca deste meios fiduciários por reservas dos bancos diminuiria. Isto levaria ao aumento das reservas e os bancos, desejosos de obter maiores lucros e notando o aumento das reservas, expandiriam o crédito e a emissão de notas e de depósitos, provocando um aumento na emissão de meios fiduciários que tenderia a se adaptar ao aumento *prévio* da demanda. Aconteceria o oposto caso se verificasse uma diminuição da procura de meios fiduciários: os agentes econômicos levantariam maiores quantidades de reservas para se poderem libertar dos meios fiduciários. Ao ver a solvência em risco, os bancos seriam forçados a contrair o crédito e a diminuir a emissão de notas e depósitos. Desta forma, a diminuição da oferta de meios fiduciários seguiria a diminuição *prévia* da demanda dos mesmos.[113]

Esta análise sobre o chamado "equilíbrio monetário" tem ecos evidentes da teoria do refluxo de Fullarton e, sobretudo, de velhos argumentos da Escola Bancária relativos às "necessidades do comércio", de acordo com os quais a criação de meios fiduciários por parte do sistema bancário privado não seria prejudicial se correspondesse a

R. Leube (ed.), Hoover Institution Press, Stanford University, Califórnia, 1986, pp. 499-525.

[112] Assim, o próprio Selgin afirma que *"despite* [...] *important differences between Keynesian analysis and the views of other monetary-equilibrium theorists, many Keynesians might accept the prescription for monetary equilibrium"* que oferece no livro. Ver George A. Selgin, *The Theory of Free Banking: Money supply under Competitive Note Issue*, ob. cit., pp. 56 e 59.

[113] A análise detalhada pode ser consultada, por exemplo, em George A. Selgin, *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, ob. cit., caps. IV, V e VI, e especialmente a p. 34 e as pp. 64-69.

um aumento das "necessidades" dos comerciantes. Todos estes argumentos são repetidos e enquadrados na "nova" teoria do "equilíbrio monetário" segundo a qual a criação de meios fiduciários em forma de notas e depósitos por parte do sistema bancário privada não gerará ciclos econômicos *se for uma resposta a um aumento da procura de tais instrumentos por parte do público*. Embora esta versão reformada da doutrina das "necessidades do comércio" esteja já embrionariamente desenvolvida no livro de Lawrence H. White sobre o sistema bancário livre na Escócia,[114] não foi elaborada teoricamente por este autor, mas por um de seus discípulos mais destacados, George A. Selgin. A seguir vamos estudar com pormenor a teoria de Selgin sobre o "equilíbrio monetário", analisando criticamente sua versão revista das velhas doutrinas inflacionistas da Escola Bancária.

O ERRO DE CENTRAR A ANÁLISE NA DEMANDA DE MEIOS FIDUCIÁRIOS, CONSIDERADA COMO UMA VARIÁVEL EXÓGENA

O ponto de partida da análise de Selgin é a ideia de que a procura de moeda em forma de meios fiduciários é uma variável exógena ao sistema, que aumenta ou diminui de acordo com os desejos dos agentes econômicos, pelo que a principal missão do sistema bancário livre é ajustar a emissão de depósitos e de notas de banco aos aumentos e diminuições da demanda.[115] *No entanto, esta demanda não é exógena ao sistema, mas sim determinada endogenamente por ele.*

Não é por acaso que os teóricos da escola do sistema bancário livre com reserva fracionária começam a análise centrando-a em misteriosas variações na demanda de meios fiduciários, cuja origem e etiologia deixam por explicar.[116] É como tivessem percebido que, no lado da oferta

---

[114] Stephen Horwitz defende que Lawrence White: *"explicitly rejects the real-bills doctrine and endorses a different version of the 'needs of trade' idea. For him the 'needs of trade' means the demand to hold bank notes. On this interpretation, the doctrine states that the supply of bank notes should vary in accordance with the demand to hold notes. As I shall argue, this is just as acceptable as the view that the supply of shoes should vary to meet the demand for them."* Stephen Horwitz, "Misreading the Myth: Rothbard on the Theory and History of Free Banking", ob. cit., p. 169. White parece defender a nova versão da doutrina da velha Escola Bancária sobre as "necessidades do comércio" nas pp. 123-124 do seu livro *Free Banking in Britain* já citado. Contra a tese de Horwitz, Amasa Walker afirma que, no que respeita aos meios fiduciários: *"the supply does not satisfy the demand: it excites it. Like an unnatural stimulus taken into human system, it creates an increasing desire for more; and the more it is gratified, the more insatiable are its cranings."* Amasa Walker, *The Science of Wealth: A Manual of Political Economy*, Little, Brow & Co., Boston 1869, 5.ª edição, p. 156.

[115] *"Free banking thus works against short-run monetary disequilibrium and its business cycle consequences."* George A. Selgin e Lawrence H. White, "In Defense of Fiduciary Media, or, We are *Not* Devo(lutionists), We are Misesians!", op. cit., pp. 101-102.

[116] Joseph T. Salerno afirma que, de acordo com Mises, os aumentos na demanda de moeda não apre-

monetária, a análise austríaca demonstrou que a expansão de crédito provoca distorções substanciais na Economia, o que, de qualquer forma, parece justificar um sistema monetário rígido[117] capaz de impedir expansões e contrações monetárias próprias de todo o sistema bancário com reserva fracionária. Assim, pelo lado da oferta, os argumentos parecem dar apoio ao estabelecimento de um sistema monetário inelástico, tal como o do padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100% para os depósitos à vista do sistema bancário.[118] Por isso, se os defensores da Escola Neobancária pretendem justificar um sistema bancário com reserva fracionária que possa dar ensejo a aumentos e diminuições substanciais na oferta de moeda em forma de meios fiduciários, terão de recorrer autonomamente ao lado da demanda, com a esperança de poderem demonstrar que essas modificações na oferta de meios fiduciários (inevitáveis em um sistema bancário com reserva fracionária) respondem a variações *prévias* da demanda, passíveis de serem satisfeitas por meio do restabelecimento de um hipotético "equilíbrio monetário" pré-existente.

Os aumentos da oferta monetária em forma de expansão de crédito distorcem a estrutura produtiva e provocam etapas de *boom* econômico e, mais tarde, de recessão durante as quais se verificam variações significativas na demanda de moeda e de meios fiduciários. Assim, a evolução

---

sentam qualquer problema de coordenação, desde que o sistema bancário não tente se ajustar a eles pela criação de novos créditos. Desta forma, mesmo um aumento da poupança (ou seja, uma diminuição no consumo) que se manifeste integralmente em um aumento dos saldos de caixa (entesouramento), e não em empréstimos que provoquem despesas em bens de investimento, levaria à poupança efetiva dos bens e serviços de consumo da comunidade e a um processo de alargamento da estrutura produtiva que a tornasse mais intensiva em capital. Neste caso, o aumento dos saldos de tesouraria estimularia um aumento do poder de compra do dinheiro e, logo, uma diminuição dos preços nominais dos bens de consumo e dos serviços dos diferentes fatores de produção. No entanto, em termos relativos, surgiria a disparidade de preços característica de um período de crescimento da poupança e de intensificação da estrutura produtiva. Ver Joseph T. Salerno, "Mises and Hayek Dehomogenized", publicado em *The Review of Austrian Economics*, vol. VI, n.º 2, ano 1993, pp. 113-146, e especialmente as pp. 144 e ss; e também Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 520-521. Neste mesmo artigo, Salerno crítica White por este defender a tese de que Mises era o protótipo dos teóricos modernos da Escola de atividade bancária livre, sem notar que Mises sempre criticou os postulados essenciais da Escola Bancária e que só defendeu o sistema bancário livre para alcançar o objetivo final de obter um sistema bancário com um coeficiente de caixa de 100%. Ver as pp. 137 e ss do artigo citado, bem como a nota 119 deste capítulo.

[117] Recordemos que o objetivo de Hayek em *Prices and Production* era precisamente: *"to demonstrate that the cry for an 'elastic' currency which expands or contracts with every fluctuation of 'demand' is based on a serious error of reasoning."* Ver a p. xiii do "Prefácio" de Hayek à primeira edição de *Prices and Production*, Routledge, Londres 1931.

[118] Mark Skousen afirma que um sistema de padrão-ouro puro com um coeficiente de caixa de 100% para o sistema bancário seria mais elástico do que o sistema proposto por Hayek na nota anterior e que não teria o defeito de responder às "necessidades do comércio": a diminuição dos preços estimularia a produção de ouro gerando uma expansão moderada da oferta monetária que não teria efeitos cíclicos. Skousen conclui que *"based on historical evidence, the money supply (the stock of gold) under a pure gold standard would expand [annually] between 1 to 5 percent. And, most importantly, there would be virtually no chance of a monetary deflation under 100 percent gold backing of the currency."* Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., p. 359.

dos acontecimentos não se inicia, como pressupõem os teóricos da escola moderna de liberdade bancária na sua análise, em movimentos autônomos nascidos da demanda de meios fiduciários, mas na manipulação da oferta dos mesmos, exercida, em maior ou menor medida, por todo o sistema bancário com reserva fracionária em forma de expansão de crédito.

Na realidade, existindo uma multiplicidade de bancos livres não cobertos por um banco central, a expansão de crédito terminará muito mais cedo do que em um sistema em que o banco central organize uma expansão generalizada e, além disso, dê cobertura aos bancos em perigo com a sua liquidez. Este é o argumento a favor do sistema bancário livre desenvolvido originalmente por Parnell e, mais tarde, visto como *second-best* por Mises.[119] No entanto, uma coisa é afirmar que, um sistema bancário completamente livre, a expansão de crédito chegará ao seu limite mais cedo e outra, muito diferente, que a expansão de crédito gerada por um sistema bancário livre com reserva fracionária nunca perturbará a estrutura produtiva por tender sempre a restabelecer um pretenso "equilíbrio monetário". O próprio Ludwig von Mises assinalou muito claramente que toda a expansão de crédito perturba o sistema produtivo, rejeitando assim a essência da teoria moderna do equilíbrio monetário. De fato, Mises afirma que:

> *The notion of 'normal' credit expansion is absurd.* Issuance of additional fiduciary media, no matter what its quantity may be, always sets in motion those changes in the price structure the description of which is the task of the theory of the trade cycle.[120]

[119] O próprio Selgin reconhece que: *"Mises's support for free banking is based in part on his agreement with Cernuschi, who (along with Modeste) believed that freedom of note issue would automatically lead to 100 percent reserve banking";* e igualmente que Mises *"believed that free banking will somehow lead to the suppression of fractionally based inside monies."* Ver George A. Selgin, *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, ob. cit., pp. 62 e 164. Lawrence H. White tenta dar uma interpretação distinta da posição de Mises, apresentando-o como o protótipo do defensor moderno de umo sistema bancário livre com reserva fracionária. Ver Lawrence H. White, "Mises on Free Banking and Fractional Reserves", em *A Man of Principle*: *Essays in Honor of Hans F. Sennholz*, John W. Robbins e Mark Spangler (eds.), Grove City College Press, Grove City, Pensilvânia 1992, pp. 517-533. Salerno, em consonância com Selgin, respondeu a White que: *"to the extent that Mises advocated the freedom of banks to issue fiduciary media, he did so only because his analysis led him to the conclusion that this policy would result in a money supply strictly regulated according to the Currency Principle. Mises's desideratum was* [...] *to completely eliminate the distortive influences of fiduciary media on monetary calculation and the dynamic market process."* Joseph T. Salerno, "Mises and Hayek De-Homogenized", *The Review of Austrian Economies*, ob. cit., pp. 137 e ss. e p. 146.

[120] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 442, nota 17 (grifos nossos). Esta passagem pode ser traduzida da seguinte forma: "A noção de expansão de crédito "normal" é absurda. A emissão de meios fiduciários adicionais, independentemente da sua quantidade, desencadeia sempre alterações na estrutura de preços, cuja descrição é tarefa da teoria do ciclo." Mises acrescenta que: *"Free banking* [...] *would* [...] *not hinder a slow credit expansion"* (*Human Action*, ob. cit., p.443). Julgo que aqui Mises dá uma visão demasiado otimista do sistema bancário livre com reserva fracionária, especialmente se compararmos esta afirmação com o que escreveu alguns anos antes em *Theory of Money and Credit* (1924): *"It is clear that banking freedom per se cannot be said to make a return to gross inflationary policy impossible."* Ludwig von Mises,

O principal defeito da análise do "equilíbrio monetário" de Selgin é não reconhecer que *a oferta de meios fiduciários cria, em grande medida, a própria demanda*. Ou seja, a teoria moderna do sistema bancário livre partilha o erro essencial da antiga Escola Bancária, que, como muito acertadamente revelou Ludwig von Mises, advém da ignorância de que a demanda de crédito por parte do público depende, precisamente, da inclinação do banco para emprestar. Assim, os bancos que, à princípio, não estejam demasiado preocupados com a solvência futura estão em posição de expandir o crédito e de colocar novos meios fiduciários no mercado via simples redução dos juros que pedem pela moeda nova que criam e do aumento das facilidades nas condições contratuais e outras que normalmente exigem para conceder créditos.[121] Assim, ao contrário do que assumem Selgin e os teóricos da Escola, os bancos podem iniciar uma expansão de crédito em um regime de atividade bancária livre se, por qualquer razão não estiverem preocupados com a sua solvência, *independentemente de ter havido ou não anteriormente uma variação na demanda de meios fiduciários*. Além disso, durante um período inicial, o aumento da moeda provocado pela expansão de crédito *tende a fazer subir a própria demanda de meios fiduciários*. De fato, todos os agentes econômicos que não estejam conscientes de que se iniciou um processo expansivo de tipo inflacionário, que acabará por provocar uma diminuição relativa do poder de compra da moeda e, mais tarde, uma recessão, verão que os preços de determinados bens e serviços começam a subir relativamente mais depressa e, enquanto esperam, em vão, que os preços voltem ao nível "normal", o mais provável é que decidam aumentar a demanda de meios fiduciários. Citando Mises novamente:

> *This first stage of the inflationary process may last for many years. While it lasts, the prices of many goods and services are not yet adjusted to the altered money relation. There are still people in the country who have not yet become aware of the fact that they are confronted with a price revolution which will finally result in a considerable rise of all prices, although the extent of this rise will not be the same in the various commodities and services. These people still believe that prices one day will drop. Waiting for this day, they restrict their purchases and concomitantly increase their cash holdings."*[122]

Theory of Money and Credit, ob cit., p. 436 (p. 408 da edição alemã).

[121] *"The Banking School failed entirely in dealing with these problems. It was confused by a spurious idea according to which the requirements of business rigidly limit the maximum amount of convertible banknotes that a bank can issue. They did not see that the demand of the public for credit is a magnitude dependent on the banks' readiness to lend, and that banks which do not bother about their own solvency are in a position to expand circulation credit by lowering the rate of interest below the market rate."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 439-440. Recordemos ainda que o processo se alimenta de forma expansiva à medida que os créditos concedidos são devolvidos pelos devedores com base nos créditos recém-criados.

[122] Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 427-428 (grifos nossos). A tradução poderá ser: "Esta primeira etapa do processo inflacionário pode durar muito anos. Enquanto durar, os preços de muitos

Em um sistema bancário livre com reserva fracionária, não só os bancos podem iniciar unilateralmente uma expansão de crédito, como, durante um período prolongado, esse aumento da oferta de meios fiduciários (que pode ser sempre colocado no mercado por meio da conveniente redução da taxa de juro) tende, inicialmente, a provocar um aumento da demanda, que durará enquanto o público, deixando-se levar pelo otimismo, não comece a desconfiar da situação de "bonança" econômica, nem preveja que venha a verificar-se uma subida generalizada dos preços, seguida de uma crise e de uma profunda recessão econômica.

Assim, podemos concluir que, se, como defendemos, a origem das mudanças financeiras jaz no lado da oferta, os bancos inseridos em um sistema bancário livre podem manipular esta oferta e caso as respectivas emissões de meios fiduciários criem, a curto e médio prazo, a própria demanda, cai pela base a teoria de Selgin, segundo a qual é apenas a oferta de meios fiduciários que se ajusta à demanda. Na verdade, é a demanda de meios fiduciários que, pelo menos durante um período de tempo significativo, se ajusta à maior oferta que os bancos criam em forma de créditos.[123]

Possibilidade de um sistema bancário livre com reserva fracionária iniciar unilateralmente expansões de crédito

Há várias possibilidades de um sistema bancário livre com reserva fracionária iniciar expansões de crédito que não correspondam a um aumento prévio da demanda de meios fiduciários.

Saliente-se, em primeiro lugar, que a análise do equilíbrio monetário dos teóricos modernos do sistema bancário livre partilha grande parte das limitações da análise tradicional neoclássica, que, quer a ní-

---

bens e serviços não estarão ainda ajustados à nova relação monetária. Existirão ainda pessoas no país que não terão percebido que estão perante uma revolução dos preços que acabará por resultar em um aumento considerável de todos os preços, embora o valor deste aumento não seja o mesmo nos vários bens e serviços. Estas pessoas continuam a acreditar que os preços irão, um dia, descer. Ao esperarem por esse dia, restringem as compras e simultaneamente *aumentam os seus saldos de caixa*." Além disso, nesta etapa, os meios fiduciários recém-criados costumam acabar por ser investidos temporariamente em títulos mobiliários e bens de capital cuja acelerada subida de preços é um das manifestações iniciais mais características do *boom* inflacionário.

[123] Curiosamente, os teóricos modernos da escola de atividade bancária livre, tal como os keynesianos e os monetaristas, estão obcecados por pretensas mutações súbitas e unilaterais na demanda de moeda, sem notar que essas mutações costumam ser endógenas e ocorrer ao longo de um ciclo econômico iniciado anteriormente como resultado de mutações na oferta de moeda nova criado pelo sistema bancário em forma de créditos. Tirando estes casos, só circunstâncias excepcionais, como guerras e desastres naturais, podem levar a um aumento súbito da demanda de moeda. As variações sazonais são comparativamente menos importantes e um sistema bancário livre com coeficiente de caixa de 100% poderia fazer-lhes frente com movimentos sazonais de ouro e alterações ligeiras de preços.

vel micro quer a nível macroeconômico, se limita a analisar o estado *final* dos processos sociais (equilíbrio monetário), que assume ser o resultado do comportamento racional e maximizador dos agentes econômicos (banqueiros privados). Pelo contrário, a análise econômica da Escola Austríaca, mais do que no equilíbrio, centra-se nos processos dinâmicos de tipo empresarial. Cada ato empresarial coordena e define uma *tendência* para o equilíbrio, que, no entanto, nunca é alcançada, uma vez que, durante o próprio processo, as circunstâncias se alteram e os empresários criam nova informação. Deste ponto de vista, não se pode aceitar um modelo estático, como o do equilíbrio monetário, que assume a ocorrência de ajustamentos imediatos e perfeitos entre a demanda e a oferta de meios fiduciários.

Na vida real, cada banqueiro, dotado de perspicácia e criatividade empresarial, interpreta subjetivamente a informação que lhe chega do mundo exterior, tanto no que se refere à avaliação otimista do curso dos acontecimentos econômicos, como no que diz respeito ao nível de reservas que considera "prudente" para manter a solvência. Desta forma, em um ambiente de incerteza, cada banqueiro decide diariamente o volume de meios fiduciários a emitir. É evidente que, no processo empresarial descrito, os banqueiros cometerão muitos erros, que se manifestarão na emissão unilateral de meios fiduciários, que perturbará a estrutura produtiva. Certamente, o próprio processo tenderá a descobrir e eliminar os erros que se cometam, mas só depois de um período mais ou menos prolongado, não sendo possível evitar danos na estrutura produtiva real. Se a isto acrescentarmos que, como vimos na seção anterior, a oferta de meios fiduciários tende a criar a sua própria demanda, será mais fácil de compreender a grande dificuldade para que um sistema bancário livre com reserva fracionária (tal como qualquer outro mercado) possa alcançar o tão desejado "equilíbrio monetário". Na verdade, no melhor dos casos, os banqueiros privados tentarão, por um processo de "tentativa e erro", adaptar a oferta de meios fiduciários a uma demanda que, em primeiro lugar, desconhecem e, em segundo lugar, tende a variar como consequência da própria emissão de meios fiduciários. Assim, poderá ser discutido se o processo empresarial de coordenação permitirá que os banqueiros alcancem o tão desejado "equilíbrio monetário", mas não será possível negar que, ao longo desse processo, serão cometidos inúmeros erros empresariais na forma de emissão indevida de meios fiduciários, que, inevitavelmente, tenderão a afetar a estrutura produtiva gerando crises e recessões econômicas, tal como nos explica a teoria austríaca do ciclo econômico.[124]

---

[124] Ver Jörg Guido Hülsmann, "Free Banking and Free Bankers", *The Review of Austrian Economics*, vol 9, n.º 1, 1996, especialmente as pp. 40-41.

Em segundo lugar, o mesmo se aplica às possibilidades de que um grupo maior ou menor de banqueiros organize, simultaneamente, uma expansão de meios fiduciários ou decida chegar a acordos ou fundir-se para partilhar e "gerir" melhor as reservas, aumentando assim a capacidade para expandir o crédito e aumentar os lucros.[125] A menos que os teóricos do sistema bancário livre com reserva fracionária os queiram proibir (o que duvidamos), este tipo de estratégias empresariais permitirá expansões de crédito que geram recessões econômicas. É possível que as expansões espontâneas concertadas tendam a auto-corrigir, uma vez que, de acordo com Selgin, o aumento total de compensações interbancárias provocado por essas expansões dará origem a variância na compensação entre débitos e créditos.[126] No entanto, aparte a afirmação de Selgin de que o volume total de reservas em moeda metálica do sistema bancário é constante, acrescido do fato de muitos autores duvidarem de que o referido mecanismo de Selgin é eficaz,[127] e admitindo até, para efeitos dialéticos, que Selgin tem razão, é preciso ter em conta que o ajustamento nunca será perfeito nem imediato, pois as expansões ajustadas e as fusões poderão provocar aumentos significativos na oferta de meios fiduciários e desencadear os processos que levam ao ciclo econômico.

Em terceiro e último lugar, sempre que se verifica um crescimento no estoque global de dinheiro vivo (ouro) usado pelos bancos como "reserva de prudência", o sistema bancário livre com reserva fracionária gera aumentos na emissão de meios fiduciários que não correspondem a aumentos anteriores na demanda. Caso nos lembremos que o estoque mundial de ouro tem crescido a uma taxa anual situada entre 1 e 5%[128] como consequência do aumento da produção mundial de ouro, torna-se evidente que, por esta única razão, os banqueiros privados poderão emitir meios fiduciários a um ritmo de 1 a 5% ao ano, independentemente da demanda que exista para os mesmos (e, portanto, primeiro com plenos efeitos expansivos e posteriormente recessivos).[129]

---

[125] Recorde-se a análise das pp. 517-522. Ver ainda David Laidler, "Free Banking Theory", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, ob. cit., vol. II, p. 197.

[126] George A. Selgin, *The Theory of Free Banking Money Supply under Competitive Note Issue*, ob. cit., p. 82.

[127] Ver, por exemplo, Anna J. Schwartz, "The Theory of Free Banking", manuscrito apresentado na reunião geral da Mont Pèlerin Society, p. 3.

[128] Mark Skousen, *The Structure of Production*, op. cit., cap. 8, p. 269 e p. 359.

[129] Também não se pode descartar a ocorrência de expansões de crédito ainda maiores no caso de choques na oferta de ouro, embora Selgin tenda a minorar a sua importância. George A. Selgin, *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, ob. cit., pp. 129-133.

Podemos, assim, concluir que em qualquer o sistema bancário livre com reserva fracionária poderão ser verificados processos inflacionários substanciais[130] e recessões econômicas graves.[131]

A teoria do "equilíbrio monetário" no sistema bancário livre baseia-se em uma análise exclusivamente macroeconômica

É preciso salientar que a análise dos teóricos modernos do sistema bancário livre ignora os efeitos de natureza microeconômica decorrentes dos aumentos e das diminuições na oferta e procura de meios fiduciários provocados pelo sistema bancário. Ou seja, mesmo admitindo, para efeitos dialéticos, que a origem de todos os males tem origem, como presumem esses teóricos, em mutações inesperadas na demanda de meios fiduciários por parte dos agentes econômicos, é evidente que a oferta de meios fiduciários pretensamente gerada pelo sistema bancário para acomodar as mudanças na demanda dos mesmos não chega de forma instantânea precisamente aos agentes econômicos cujas valorações sobre a posse de novos meios fiduciários se tenham modificado. Em vez disso, a oferta aflui ao mercado por intermédio de pontos muito concretos e de maneira muito particular: em forma de créditos concedidos pela redução da taxa de juro e inicialmente recebidos por determinados empresários e investidores que tendem assim a iniciar novos projetos de investimento mais intensivos em capital que distorcem a estrutura produtiva.

Assim, não surpreende que os teóricos modernos da escola do sistema bancário livre ignorem a teoria austríaca do ciclo eco-

---

[130] Recordemos que, para Mises (nota 120 anterior), *"It is clear that banking freedom* per se *cannot be said to make a return to gross inflationary policy impossible"*, especialmente se a ideologia prevalecer inflacionária entre os agentes econômicos: *"Many authors believe that the instigation of the banks' behavior comes from outside, that certain events induce them to pump more fiduciary media into circulation and that they would behave differently if these circumstances failed to appear. I was also inclined to this view in the first edition of my book on monetary theory. I could not understand why the banks didn't learn from experience. I thought they would certainly persist in a policy of caution and restraint, if they were not led by outside circumstances to abandon it. Only later did I become convinced that it was useless to look to an outside stimulus for the change in the conduct of the banks* [...] *We can readily understand that the banks issuing fiduciary media, in order to improve their chances for profit, may be ready to expand the volume of credit granted and the number of notes issued. What calls for special explanation is why attempts are made again and again to improve general economic conditions by the expansion of circulation credit in spite of the spectacular failure of such efforts in the past. The answer must run as follows: According to the prevailing ideology of businessman and economist-politician, the reduction of the interest rate is considered an essential goal of economic policy. Moreover, the expansion of circulation credit is assumed to be the appropriate means to achieve this goal."* Ludwig von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, Percy L. Greaves, Jr. (ed.), Free Market Books, Nova York 1978, pp. 135-136.

[131] *"Crises have reappeared every few years since banks* [...] *began to play an important role in the economic life of people."* Ludwig von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, Percy L. Greaves, Jr. (ed.), op. cit., p. 134.

nômico, uma vez que esta teoria não encaixa na análise sobre a emissão de meios fiduciários em um sistema bancário livre com reserva fracionária. Por isso, refugiam-se em uma análise exclusivamente macroeconômica (monetarista ou keynesiana, dependendo dos casos), usando, quando muito, instrumentos como a equação de troca ou o "nível geral dos preços", que tendem a ocultar precisamente os fenômenos macroeconômicos de verdadeiro interesse que se verificam em uma economia quando se expande o crédito e se aumenta a quantidade de meios fiduciários (variação nos preços relativos e descoordenação intertemporal no comportamento dos agentes econômicos).

Nos processos normais de mercado, a oferta de bens e serviços de consumo tende a variar de acordo com a demanda, sendo que os novos bens chegam precisamente às mãos dos consumidores cuja valoração subjetiva dos mesmos tenha crescido. No entanto, no que se refere ao meios fiduciários de nova criação a situação é completamente diferente: o crescimento da oferta de meios fiduciários nunca chega imediata e *diretamente* aos bolsos dos agentes econômicos cuja procura dos mesmos tenha aumentado, mas depois de, em um processo temporal prolongado e conturbado, ter passado pelos bolsos de muitos outros agentes econômicos e distorcido toda a estrutura produtiva nesta fase de transição.

Quando os banqueiros criam novos meios fiduciários, não os entregam diretamente aos agentes econômicos que os poderão querer procurar mais. Pelo contrário, os banqueiros concedem créditos a empresários que recebem a nova moeda e o gastam inteiramente em investimentos sem prestarem qualquer atenção à proporção que os possuidores finais dos meios fiduciários desejarão consumir, poupar ou investir. Assim, é perfeitamente possível que os novos meios fiduciários, pretensamente emitidos para responder à maior procura que deles existe, sejam, em última instância, parcialmente utilizados para adquirir bens de consumo, e assim aumentar o preço relativo. Já vimos (cap. VII, p. xxx) que, para Hayek:

> So long as any part of the additional income thus created is spent on consumer's goods (i.e. unless all of it is saved), the prices of consumer's goods must rise permanently in relation to those of various kinds of input. And this, as will by now be evident, cannot be lastingly without effect on the relative prices of the various kinds of input and on the methods of production that will appear profitable.[132]

[132] F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 378 (a tradução desta passagem pode ser encontrada

Hayek clarificou ainda mais a sua posição quando concluiu que:

> All that is required to make our analysis applicable is that, when incomes are increased by investment, the share of the additional income spent on consumer's goods during any period of time should be larger than the proportion by which the new investment adds to the output of consumer's goods during the same period of time. And there is of course no reason to expect that more than a fraction of the new income [created by credit expansion], and certainly not as much as has been newly invested, will be saved, because this would mean that practically all the income earned from the new investment would have to be saved.[133]

Para ilustrar graficamente o nosso argumento, suponhamos que se verifica um aumento na procura de meios fiduciários sem que se modifique a proporção em que os agentes econômicos desejam consumir e investir.[134] Nestas condições, os agentes econômicos ver-se-ão forçados a reduzir a demanda monetária de bens de consumo, a vender obrigações e outros ativos financeiros e, sobretudo, a reduzir o volume de reinvestimento nas diferentes etapas do processo produtivo até serem capazes de acumular o maior volume de depósitos bancários que desejam manter. Assim, assumindo que a taxa social de preferência temporal não se alterou e utilizando (agora de forma estilizada) os diagramas triangulares que introduzimos no capítulo V para representar a estrutura produtiva real da sociedade, verificamos, no gráfico VIII-1, que o aumento da procura de meios fiduciários faz com que a hipotenusa do triângulo se desloque para a esquerda. Isto indica uma diminuição da procura monetária quer de bens de consumo quer de bens de investimento, uma vez que a proporção entre ambos (ou preferência temporal) não sofreu variação. Neste gráfico, a

---

na nota 65 do capítulo VII).

[133] F.A. Hayek, *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 394 (a tradução desta passagem encontra-se na nota 65 do capítulo VII). Este parece ser o caso extremo de um aumento da poupança que se manifesta inteiramente em uma subida dos saldos de meios fiduciários e que Selgin e White utilizam para ilustrar a sua teoria. Ver George A. Selgin e Lawrence H. White, "In Defense of Fiduciary Media - or, We are *Not* Devo(lutionists), We are Misesians!", ob. cit., pp. 104-105.

[134] Esta hipótese é perfeitamente possível, como reconhecem os próprios Selgin e White quando afirmam que *"an increase in* savings *is neither necessary nor sufficient to warrant an increase in fiduciary media"*. George A. Selgin e Lawrence H. White, "In Defense of Fiduciary Media - or, We are *Not* Devo(lutionists), We are Misesians!", ob. cit., p. 104. Leland Yeager, por sua vez, considera que todo o possuidor de meios fiduciários (*inside money*) está "poupando" caindo no erro que trataremos na seção seguinte. Ver o seu artigo "The Perils of Base Money", ob. cit., p. 261.

superfície "A" representa a nova demanda (ou "entesouramento") de meios fiduciários desejada pelos agentes econômicos (ver Gráfico VIII-1).

A conclusão essencial da teoria do equilíbrio monetário em um sistema bancário livre com reserva fracionária é a de que os bancos responderão a este aumento na procura de meios fiduciários expandindo a emissão em um volume idêntico ao da nova demanda (representado pela superfície "A"), pelo que a estrutura produtiva ficaria intacta, como mostra no Gráfico VIII-2.

No entanto, é preciso recordar que o novo volume de meios fiduciários criado pelos bancos não é entregue diretamente aos utilizadores finais (os agentes econômicos que aumentaram a demanda de meios fiduciários no volume representado pela superfície "A" do gráfico VIII-1), mas sim, como colateral dos créditos concedidos aos empresários, que os gastam em bens de investimento, criando, inicialmente, uma estrutura mais intensiva em capital, que representamos no Gráfico VIII-3.

Contudo, a longo prazo, não é possível manter esta estrutura produtiva mais intensiva em capital, uma vez que, de acordo com a nossa hipótese de que a preferência temporal não sofreu alteração, logo que os meios fiduciários recém-criados chegam ao usuários finais (que já tinham acumulado a moeda bancária de que necessitavam desde o princípio, tal como vimos na superfície "A" do Gráfico VIII-1), estes os irão gastar em bens de consumo e de investimento em um proporção idêntica à representada nos Gráficos VIII-1 e VIII-2. Ora, se sobrepusermos o Gráfico VIII-3 ao Gráfico VIII-2 (ver Gráfico VIII-4) torna-se evidente a distorção verificada na estrutura produtiva. A superfície sombreada "B" representa os projetos de investimento empreendidos por erro depois de todos os meios fiduciários emitidos para responder ao aumento da demanda terem sido concedidos em forma de créditos ao investimento.[135] A área sombreada "C" (cuja superfície é igual à de "B") reflete a parte dos novos meios fiduciários que é gasta pelos possuidores finais em bens mais próximos da etapa final de consumo, deixando a estrutura produtiva com as mesmas proporções das do Gráfico VIII-1, mas só depois de terminados os inevitáveis e dolorosos reajustes reais explicados pela teoria austríaca do ciclo econômico e que o sistema bancário livre, como acabamos de ver, se mostra incapaz de evitar.

---

[135] Selgin e White reconhecem implicitamente esse aspecto ao afirmarem que: *"benefits accrue to bank borrowers who enjoy a more ample supply of intermediated credit, and to everyone who works with the economy's consequently larger stock of capital equipment"*. George A. Selgin e Lawrence H. White, "In Defense of Fiduciary Media - or, We are *Not* Devo(lutionists), We are Misesians!", ob. cit., p. 94.

Gráfico VIII-1

Etapas do
processo produtivo

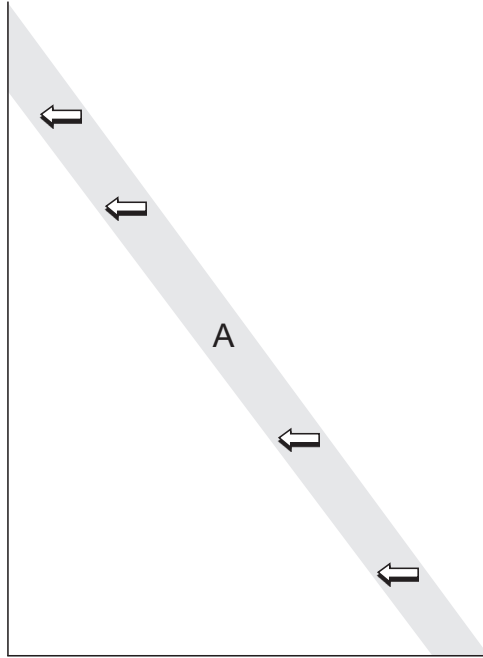
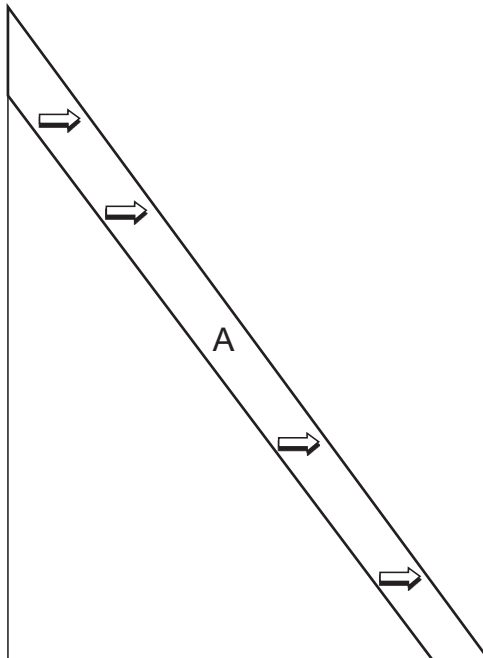
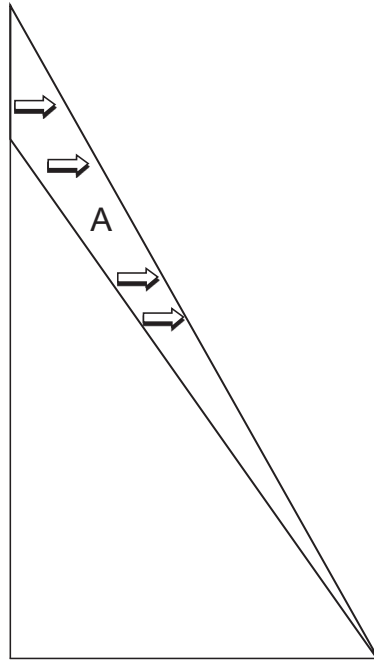
A procura
monetária de
bens de capital
é representada
pela distância
horizontal de cada
ponto da ordenada
à hipotenusa

Procura monetária de
bens de consumo

Gráfico VIII-2

Assim, devemos concluir que, ao contrário do que sugerem Selgin e White,[136] mesmo que a expansão de meios fiduciários responda a um aumento prévio da demanda, não deixarão de se verificar os efeitos cíclicos previstos pela teoria do crédito circulatório.

A CONFUSÃO ENTRE O CONCEITO DE POUPANÇA E O CONCEITO DE DEMANDA DE DINHEIRO

A tentativa de recuperar pelo menos a essência da velha doutrina da "necessidades do comércio" e de justificar que um sistema bancário livre com reserva fracionária não daria lugar a ciclos econômicos levou George A. Selgin a defender uma tese semelhante à exposta por John Maynard Keynes no tratamento dos depósitos bancários. Efetivamente, lembremos que, segundo Keynes, considera-se que quem mantiver um saldo de moeda adicional proveniente de um crédito está fazendo "poupança": *"Moreover, the savings which result from this decision are just as genuine as any other savings. No one can be compelled to own the additional money corresponding to the new bank-*

---

[136] *"We deny that an increase in fiduciary media* matched by an increased demand to hold fiduciary media *is disequilibrating or sets in motion the Austrian business cycle."* George A. Selgin e Lawrence H. White, "In Defense of Fiduciary Media - or, We are *Not* Devo (lutionists), We are Misesians!", ob. cit., p. 102-103.

credit, unless he deliberately prefers to hold more money rather than some other form of wealth".[137]

George Selgin mantém uma posição paralela à de Keynes, considerando que a demanda do público para manter saldos de caixa em forma de notas de banco e contas de depósito é o reflexo do desejo de oferecer empréstimos a curto prazo por um valor idêntico por intermédio do sistema bancário. De fato, Selgin afirma que:

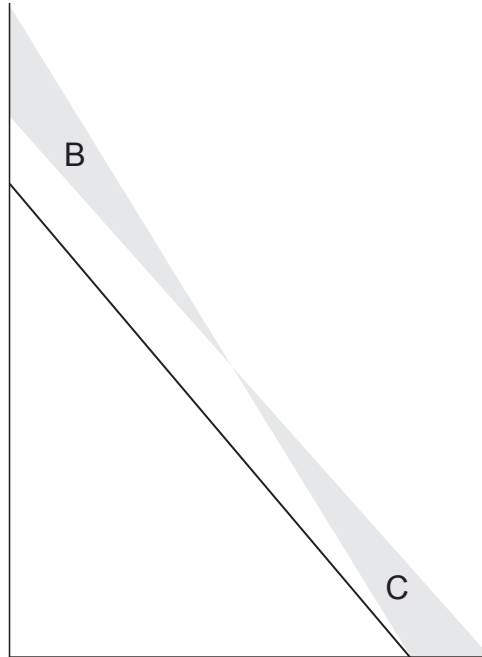
> *To hold inside money is to engage in voluntary saving* [...] *Whenever a bank expands its liabilities in the process of making new loans and investments, it is the holders of the liabilities who are the ultimate lenders of credit, and what they lend are the real resources they could acquire if, instead of holding money, they spent it. When the expansion or contraction of bank liabilities proceeds in such a way as to be at all times in agreement with changing demands for inside money, the quantity of real capital funds supplied to borrowers by the banks is equal to the quantity voluntarily offered to the banks by the public. Under these conditions, banks are simply intermediaries of loanable funds.*[138]

Porém, é perfeitamente possível que o público aumente os saldos de meios fiduciários e, ao mesmo tempo, a procura de bens e serviços de consumo, decidir diminuir os investimentos. Na verdade, qualquer agente econômico pode empregar os saldos de moeda de qualquer das três formas seguintes: gastando-os em bens e serviços de consumo, gastando-os em investimentos, ou mantendo-os em forma de saldos de caixa ou de meios fiduciários. Não existem outras opções. A decisão quanto à proporção que será gasta em consumo e em investimento é diferente e independente das decisões sobre os saldos de meios fiduciários e de tesouraria que se desejem manter. Assim, não é possível concluir, como faz Selgin, que todo o saldo de moeda equivale a "poupança", pois é per-

---

[137] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, ob. cit., p. 83. Esta tese, que já comentamos e traduzimos no capítulo VII, é um resultado da identidade tautológica entre poupança e investimento que subjaz toda a obra de Keynes e, de acordo com Benjamin Anderson, equivale a identificar a inflação com a poupança.

[138] George A. Selgin, *The Theory of Free Banking*, ob. cit., pp. 54-55. A tradução desta passagem poderia ser: "Manter a moeda emitida pelos bancos é efetuar poupança voluntária. Sempre que um banco expande os meios fiduciários pela concessão de novos empréstimos e da realização de investimentos, são os possuidores desses meios os que, em última instância, proporcionam um crédito, e o que emprestam são os recursos reais que poderiam ter adquirido se, em vez de manter os correspondentes saldos de meios fiduciários, os gastassem. Quando a expansão ou a contração dos depósitos bancários se efetua em conformidade com as variações na procura de meios fiduciários, a quantidade de capital real proporcionada pelos bancos aos que recebem o empréstimo é igual à quantidade oferecida voluntariamente aos bancos pelo público. Nestas condições, os bancos são simplesmente intermediários de fundos emprestáveis."

feitamente possível que o aumento do saldo de meios fiduciários se faça em função de uma diminuição nos gastos de investimento (por exemplo, via venda de títulos em bolsa) que torne possível o aumento da despesa monetária final em bens e serviços de consumo. Nestas circunstâncias, verificar-se-á uma diminuição da poupança individual e um aumento dos saldos de meios fiduciários. Por isso, não é correto classificar de poupança todo o aumento dos meios fiduciários.

Dizer, como faz Selgin, que *"every holder of demand liabilities issued by a free bank grants that bank a loan for the value of his holdings"*[139] é como dizer que qualquer criação de moeda, em forma de depósitos ou de notas, por parte de um banco em um sistema bancário livre com reserva fracionária implica, em última instância, a concessão *a posteriori* de um empréstimo ao banco no valor criado. No entanto, o banco cria créditos do nada e proporciona uma capacidade de compra adicional aos empresários que os recebem sem prestar qualquer atenção a quais são os verdadeiros desejos quanto ao consumo e ao investimento do resto dos agentes econômicos, que, em última ins-

[139] George A. Selgin, "The Stability and Efficiency of Money Supply under Free Banking", ob. cit., p. 440. A tradução seria a seguinte: "Todos os possuidores de depósitos à vista emitidos por um banco livre proporcionam a esse banco um empréstimo no valor dos referidos depósitos."

tância, se converterão em possuidores finais dos meios fiduciários criados pelo banco. Assim, é bem possível que, se as preferências sociais quanto ao consumo e ao investimento não se alterarem, pelos menos parte dos novos meios fiduciários criados pelo sistema bancário seja utilizada para aumentar a despesa em bens de consumo, fazendo subir os preços relativos deste tipo de bens.

Geralmente, os teóricos do sistema bancário livre com reserva fracionária consideram que todas as notas ou depósitos emitidos por um banco são "ativos financeiros" correspondentes a um crédito. Do ponto de vista jurídico, esta ideia tem graves problemas, que já analisamos nos três primeiros capítulos deste livro. Economicamente, o erro consiste em acreditar que a moeda é um "ativo financeiro" que representa a poupança voluntária de um agente econômico que "empresta" bens presentes em troca da obtenção de bens futuros.[140] No entanto, *a moeda é, em si mesmo, um bem presente*[141] e a posse de saldos de caixa (ou de depósitos) não diz nada sobre a proporção que os agentes econômicos desejam consumir e investir, sendo os aumentos e as diminuições nos saldos monetários perfeitamente compatíveis com as diversas combinações de aumentos e diminuições simultâneas na proporção que decidam consumir ou investir. De fato, é possível que o aumento dos saldos de meios fiduciários se verifique em simultâneo com um aumento no consumo de bens e serviços. Basta, para isso, que o agente econômico desinvista parte dos recursos que tinha poupado e investido no passado. Como aponta Hans-Hermann Hoppe, a oferta e a procura de moeda determinam o seu preço ou poder de compra, ao passo que a oferta e procura de "bens presentes" em troca de "bens futuros" determinam a taxa de juro ou taxa social de preferência temporal e o volume global de poupança e investimento.[142]

[140] Como é possível conceber que uma nota de banco ou um depósito, que é moeda, seja também "ativo financeiro" que represente que o possuidor entregou hoje dinheiro a um terceiro em troca de uma quantidade de dinheiro no futuro? A ideia de que notas e depósitos são "ativos financeiros" mostra a duplicação de meios que o sistema bancário com reserva fracionária gera a partir do nada: por um lado, o dinheiro emprestado a um terceiro, e de que ele desfruta, e, por outro lado, o pretenso ativo financeiro ou titulo que representa a operação e que *também* é dinheiro. Por outras palavras, os ativos financeiros são títulos ou certificados que significam que alguém renunciou a dinheiro presente para entregá-lo a outro em troca de uma quantidade (maior) de dinheiro futuro. Se, por sua vez, o ativo financeiro for também dinheiro (para o seu possuidor), então verifica-se uma evidente duplicação inflacionária de meios de pagamento no mercado e o empréstimo é concedido sem necessidade de que alguém tivesse feito poupança anteriormente.

[141] A moeda é um bem presente perfeitamente líquido. Em relação ao sistema no conjunto, os meios fiduciários não são um "ativo financeiro", uma vez que *nunca são levantados*, antes circulam indefinidamente passando de mão em mão, pelo que são moeda (ou, para ser mais exato, substitutos monetários perfeitos). Pelo contrário, um ativo financeiro representa a entrega de bens presentes (geralmente em forma de dinheiro) em troca de bens futuros (normalmente, também unidades monetárias) em uma data determinada, e a sua criação responde a um aumento de poupança real por parte do agente econômico. Ver Gerald P. O'Driscoll, "Money: Menger's Evolutionary Theory", *History of Political Economy*, n.º 18, 4, 1986, pp. 601-616.

[142] *"First off, it is plainly false to say that the holding of money, i.e., the act of not spending it, is equivalent to saving*

A poupança exige sempre uma libertação de bens reais que não são consumidos (ou seja, sacrifício). Não surge do mero aumento de unidades monetárias na assunção de que, se não se gastarem os bens de consumo, então há "poupança". Selgin mantém esta posição quando critica Machlup[143] por este considerar que a concessão expansiva de créditos proporciona uma capacidade de compra que ninguém sacrificou anteriormente para o consumo (ou seja poupou). Como é lógico, para que não perturbe a estrutura produtiva, o crédito deve ser proveniente de uma poupança *prévia*, que proporcione bens presentes verdadeiramente poupados ao investidor. Sem esse sacrifício ao consumo, e com o investimento a ser financiado com base em um crédito recém-criado (*created credit*), a estrutura produtiva será inevitavelmente distorcida, como já sabemos, mesmo que os meios fiduciários recém-criados respondam a um aumento prévio da demanda. Por isso, Selgin vê-se forçado a redefinir os conceitos de poupança e de criação de crédito. Segundo o autor, a poupança existe *ipso fato* a partir do momento em que o novo meio fiduciário é criado, desde que o possuidor inicial o possa gastar em bens de consumo e não o faça. Por sua vez, a expansão de crédito não gera ciclos se tender a responder o aumento prévio na procura de meios fiduciários. Em síntese, são argumentos parecidos com os apresentados por Keynes em *The General Theory*, que, como vimos no capítulo VII, já foram refutados há muito tempo.

Por outro lado, a criação de meios fiduciários envolve um aumento da oferta monetária que tende a diminuir a capacidade de compra da moeda. O valor das unidades monetárias dos cidadãos é assim "ex-

[...] *In fact, saving is not-consuming, and the demand for money has nothing to do with saving or not-saving. The demand for money is the unwillingness to buy or rent non-money goods-and these include consumer goods (present goods) and capital goods (future goods). Not-spending money is to purchase neither consumer goods nor investment goods. Contrary to Selgin, then, matters are as follows: Individuals may employ their monetary assets in one of three ways. They can spend them on consumer goods; they can spend them on investment; or they can keep them in the form of cash. There are no other alternatives.* [...] Unless *time preference is assumed to have changed at the same time,* real *consumption and* real *investment will remain the same as before: the additional money demand is satisfied by reducing nominal consumption* and *investment spending in accordance with the same pre-existing consumption/investment proportion, driving the money prices of both consumer as well as producer goods down and leaving real consumption and investment at precisely their old levels."* Hans-Hermann Hoppe, "How is Fiat Money Possible? - or The Devolution of Money and Credit", em *The Review of Austrian Economics*, vol. 7, n.º 2 (1994) , pp. 72-73.

[143] A crítica, na nossa opinião injustificada, de Selgin a Machlup encontra-se na nota da p. 184 do seu livro *The Theory of Free Banking*. Analisando os nossos diagramas, Selgin consideraria que todo o volume de crédito representado pela superfície "A" do Gráfico VIII-2 seria "crédito transferido" (*transfer credit*) porque é *"credit granted by banks in recognition of people's desire to abstain from spending by holding balances of inside money"* (*ibidem*, p. 60), ao passo que, para Machlup (e para mim), pelo menos a superfície "B" do Gráfico VIII-4 representaria "crédito criado" (ou seja, *created credit* ou expansão de crédito), uma vez que os agentes econômicos não restringem o consumo no volume representado pela superfície "C". Este aspecto passa também despercebido a Leland Yeager no seu artigo "The Perils of Base Money", ob. cit.

propriado" de forma diluída e quase imperceptível. É, sem dúvida, uma piada de mau gosto afirmar que essa expropriação é uma "poupança" (voluntária?) efetuada pelos agentes econômicas que a sofrem. Não surpreende que estas doutrinas tenham sido defendidas por autores como Keynes, Tobin, Pointdexter e, em geral, por todos aqueles que justificaram o inflacionismo, a expansão de crédito e "eutanásia dos rentistas", tendo em vista políticas econômicas beligerantes dirigidas a assegurar um nível "adequado" de "procura agregada". Mas o que é surpreendente é o fato de autores como Selgin e Horwitz, que pela sua associação à Escola Austríaca deveriam conhecer melhor os riscos envolvidos nessas políticas, tenham sido obrigados a recorrer a este tipo de raciocínios para justificar o seu sistema "bancário livre com reserva fracionária".[144]

O perigo das ilustrações históricas dos sistemas bancários livres

Na bibliografia dos teóricos da Escola Neobancária é perceptível um grande esforço no estudo histórico dirigido a apoiar a tese de que o sistema bancário livre imunizará as economias dos ciclos de auge e depressão graças ao mecanismo do "equilíbrio monetário". No entanto, os estudos empíricos até agora realizados, em vez de se centrarem na análise de se o sistema bancário livre evitaria a expansão do crédito, o *boom* artificial e a recessão econômica se resumiram, na prática, ao estudar se as *crises e os pânicos bancários* foram mais ou menos frequentes e graves do que em um sistema com banco central (o que é, obviamente, muito diferente).[145]

[144] Selgin explica que o sistema que propõe tem uma vantagem adicional, que se consubstancia no fato de os agentes econômicos que mantenham saldos de caixa em forma de meios fiduciários criados pelo sistema bancário livre poderem daí obter uma rentabilidade financeira e um conjunto de serviços bancários (de pagamento, contabilidade, caixa, etc.) "livre de custos". Selgin, no entanto, não se refere ao custo que pode ser provocado pelo sistema bancário livre com reserva fracionária, materializado em *booms* artificiais, má distribuição dos recursos e crises econômicas. Além disso, ignora aquele que para nós é o custo mais importante. E que é o fato de os efeitos negativos do descumprimento dos princípios por parte do sistema bancário livre causar uma tendência para que se estabeleça um banco central, emprestador de última instância, que apoia os banqueiros e cria liquidez de forma a assegurar aos cidadãos a recuperação dos depósitos em qualquer momento. No que respeita à pretensa "vantagem" de obter juros nos depósitos e de não ter de pagar os custos decorrentes dos serviços de caixa e contabilidade proporcionados pelos bancos, não se pode saber se, em termos líquidos, os juros que os agentes econômicos receberiam dos empréstimos realmente poupados que efetuassem em um sistema bancário com um coeficiente de reserva de 100%, subtraídos do custo dos serviços de depósito, caixa, contabilidade, etc. correspondentes, seriam iguais, superiores ou inferiores aos juros reais que recebem atualmente nas contas correntes à ordem (sem o efeito da diminuição do poder de compra do dinheiro que o sistema bancário atual gera de forma crônica).

[145] Até agora foram estudados profundamente cerca de sessenta casos históricos concretos de sistemas bancários livres. A conclusão geral a que se chegou foi a de que *"bank failure rates were lower in systems free of restrictions on capital, branching and diversification (e.g. Scotland and Canada) than in systems restricted in these respects (England and the United States)"*, o que é irrelevante do ponto de vista da tese deste livro, uma vez que os referidos estudos não clarificam se houve ciclos de expansão e recessão econômica. Ver

Assim, George A. Selgin compara, em um estudo recente, a ocorrência de pânicos bancários em diferentes sistemas históricos de bancos livres e noutros sistemas nos quais os bancos se encontravam controlados por um banco central, chegando à conclusão de que, neste segundo caso, o número e a gravidade das crises bancárias foi superior.[146] E a tese principal do livro da Escola Neobancária sobre a liberdade bancária na Escócia consiste toda ela no argumento de que o sistema bancário escocês, relativamente mais "livre" do que o inglês, era mais "estável" e estava sujeito a menos perturbações financeiras.[147]

Não obstante, como apontou Murray N. Rothbard, o fato de, em termos relativos, haver menos falências bancárias no sistema escocês de bancos livres do que no sistema inglês não significa necessariamente que esse sistema fosse melhor.[148] Efetivamente, as falências bancárias foram praticamente eliminadas nos sistemas bancários atuais baseados em um banco central, o que não quer dizer que estes sejam superiores a um sistema bancário livre submetido ao Direito, antes pelo contrário. A existência de falências bancárias, longe de indicar o mau funcionamento do sistema, é, sem qualquer dúvida, uma manifestação do início de um processo saudável e instantâneo de reversão no mercado em resposta a uma agressão ao mesmo provocada pelo exercício privilegiado do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário. Desta forma, onde quer que exista um sistema bancário livre com reserva fracionária e não se verifiquem regularmente falências e suspensões de pagamentos dos bancos, é inevitável a suspeita de que *existem razões institucionais que defendem os bancos das consequências normais do exercício da sua atividade com reserva fracionária e que são capazes de desempenhar um papel semelhante ao atualmente exercido pelo banco central como emprestador de última instância.* Assim, no caso da Escócia, os bancos tinham fomentado o uso das notas nas transações econômicas, nas quais praticamente ninguém exigia pagamento em ouro, e aqueles que ocasionalmente requeriam dinheiro vivo na janela dos bancos eram alvo de reprovação generalizada e de todo o tipo de pressões por parte dos banqueiros, que classificavam o comportamento de "desleal" e ameaçavam dificultar-lhes a obtenção

The Experience of Free Banking, Kevin Dowd (ed.), ob. cit., pp. 39-46. E ainda Kurt Schuler e Lawrence H. White, "Free Banking History", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Peter Newman, Murray Milgate e John Eatwell (eds.) Macmillan, Londres 1992, vol. 2, pp. 198-200 (a citação literal que apresentamos nesta nota está na p. 108 deste último artigo).

[146] George A. Selgin, "Are Banking Crises a Free-Market Phenomenon?", manuscrito apresentado na reunião regional da Mont Pèlerin Society, Rio de Janeiro, 5-8 de Setembro de 1993, pp. 26-27.

[147] Lawrence H. White, *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800- 1845*, ob. cit.

[148] Murray N. Rothbard, "The Myth of Free Banking in Scotland", publicado em *The Review of Austrian Economics*, vol. II, Lexington Books, ano 1988, pp. 229-245, e especialmente a p. 232.

de créditos no futuro. Além disso, como demonstrou o professor Sidney G. Checkland,[149] o sistema escocês de bancos livres com reserva fracionária não deixou de estar submetido a etapas recorrentes e sucessivas de expansão e contração do crédito, que provocaram os correspondentes ciclos econômicos de auge e recessão ao longo dos anos 1770, 1772, 1778, 1793, 1797, 1802-1803, 1809-1810, 1810-1811, 1818-1819, 1825-1826, 1836-1837, 1839 e 1845-1847. Ou seja, embora em termos relativos existissem menos pânicos bancários na Escócia do que na Inglaterra, os ciclos sucessivos de auge e recessão foram igualmente graves e, apesar do seu tão badalado sistema de banca livre, a Escócia não se viu livre da expansão de crédito, dos *booms* artificiais e das subsequentes etapas de grave recessão econômica.[150]

Outro caso histórico que ilustra a incapacidade do sistema bancário livre com reserva fracionária para evitar as expansões artificiais e as recessões econômicas é o do sistema financeiro chileno durante o século XIX. De fato, durante a primeira metade do referido século, o Chile não tinha banco central e contava com um sistema bancário com um coeficiente de caixa de 100%. Ao longo de várias décadas, os cidadãos resistiram firmemente a diversas tentativas de introdução de um sistema bancário com reserva fracionária e, durante esse anos, gozaram de uma grande estabilidade econômica e financeira. As coisas começaram a mudar quando, em 1853, o governo chileno contratou Jean-Gustav Courcelle-Seneuil (1813-1892), um dos mais notáveis teóricos franceses do sistema bancário livre com reserva fracionária, para professor de Economia na Universidade de Santiago do Chile. A influência de Courcelle-Seneuil durante os dez anos em que ali desenvolveu a atividade docente foi tão grande que, em 1860, se introduziu uma lei que permitia o estabelecimento do sistema bancário livre com reserva fracionária e sem banco central. A partir dessa data desapareceu a tradicional estabilidade financeira do sistema chileno e sucederam-se etapas de expansão artificial baseada na concessão de novos créditos e de colapso bancário e crise econômica. A convertibilidade do papel-moeda foi suspensa em várias ocasiões (1865, 1867 e 1879) e iniciou-se um período de inflação e graves desajustes econômicos, financeiros e sociais que fazem parte da memória coletiva dos

---

[149] Sidney G. Checkland, *Scottish Banking: A History, 1695-1973*, Collins, Glasgow 1975. O próprio White reconhece no seu livro que a história de Checkland é o trabalho definitivo sobre a história do sistema bancário escocês.

[150] Embora haja ainda muito trabalho por fazer, os estudos históricos sobre sistemas de banca livre com reserva fracionária, com muito poucas (ou nenhumas) restrições legais e sem um banco central, parecem confirmar a tese de que estes sistemas eram capazes de desencadear expansões de crédito substanciais e de provocar recessões econômicas. Foi o que aconteceu, como já sabemos graças a Carlo M. Cipolla, nos mercados financeiros de Itália nos séculos XIV e XVI (ver o capítulo II, seção 3), bem como nos casos da Escócia e do Chile que comentamos no texto.

chilenos e que explicam que, ainda hoje, continuem a identificar erradamente as perturbações financeiras com o liberalismo doutrinário de Courcelle-Seneuil.[151]

Por outro lado, o fato de diversos estudos históricos perecerem indicar que nos sistemas bancário livre houve menos pânicos e crises bancárias do que nos sistemas com banco central não significa que os primeiros se tenham visto completamente livres de crises e pânicos bancários. O próprio Selgin refere pelo menos três casos de bancos livres que se viram assolados por graves crises bancárias: Escócia em 1797, Canadá em 1837 e Austrália em 1893.[152] Se Rothbard estiver certo, e nos casos demais tiver havido restrições institucionais a exercerem, em maior ou menor medida, o papel do banco central, é possível que na ausência dessas restrições o número de crises bancárias tivesse sido muito maior.[153] De qualquer forma, não pode se considerar que a completa eliminação de crises bancárias seja o critério definitivo para avaliar qual o melhor sistema bancário. Se assim fosse, até os teóricos mais notáveis do sistema bancário livre com reserva fracionária se veriam obrigados a reconhecer que o melhor sistema bancário é aquele que exige um coeficiente de reserva de 100%, uma vez que, por definição, é o único que em todos os casos impede crises e pânicos bancários.[154]

---

[151] Albert O. Hirschman, no seu artigo "Courcelle-Seneuil, Jean-Gustav" (*The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., vol. I, pp. 706-707) afirma que os chilenos chegaram até a demonizar Courcelle--Seneuil, considerando-o culpado de todos os males econômicos e financeiros que o Chile sofreu durante o século XIX. Por sua vez, Murray N. Rothbard considera que esta demonização é injusta e deve-se ao fato de o mau funcionamento do sistema bancário livre introduzido por Courcelle-Seneuil no Chile ter desprestigiado também as demais iniciativas positivamente liberalizadoras protagonizadas por Seneuil noutros campos (minério, etc.). Ver Murray N. Rothbard, "The Other Side of the Coin: Free Banking in Chile", *Austrian Economics Newsletter*, Inverno de 1989, pp. 1-4. George Selgin respondeu ao artigo de Rothbard sobre o sistema bancário livre no Chile no seu trabalho "Short-Changed in Chile: The Truth about the Free-Banking Episode", *Austrian Economics Newsletter*, Primavera-Inverno de 1990, pp. 5 e ss. O próprio Selgin reconhece que o período 1866-1874 de banca livre no Chile foi uma *"era of remarkable growth and progress"* durante a qual *"Chile's railroad and telegraph systems were developed, the port of Valparaiso was enlarged and improved, and fiscal reserves increased by onequarter."* Obviamente, de acordo com a teoria austríaca, todos estes fenômenos são, na verdade, um sintoma de que nesses anos se estava a verificar uma grave expansão de crédito que acabaria por se vir a reverter em forma de recessão (como, de fato, aconteceu). No entanto, Selgin atribui as crises bancárias subsequentes (não as recessões) à manutenção por parte do governo chileno de uma paridade artificial entre o ouro e a prata que, quando o valor do ouro aumentou, levou à saída massiva de reservas de ouro para fora do país (ver Selgin, ob. cit.; pp. 5,6 e nota 3 da p.7).

[152] George A. Selgin, "Are Banking Crises a Free-Market Phenomenon?", ob. cit., Tabela 1(b), p. 27.

[153] A tese de Rothbard parece ser confirmada por Raymond Bogaert quando este assinala que de 163 bancos criados em Veneza desde o final da Idade Média, existem provas documentadas de que pelo menos 93 faliram. Raymond Bogaert, *Banques et banquiers dans les cités grecques*, A.W. Sijthoff, Leyden, Holanda, 1968, nota 513 na p. 392.

[154] Assim, o próprio Selgin reconhece que *"A 100 percent reserve banking crisis is an impossibility"*. Ver George A. Selgin, "Are Banking Crises a Free-Market Phenomenon?", ob. cit., p. 2.

Em suma, a experiência histórica não parece dar abrigo à tese dos teóricos modernos do sistema bancário livre com reserva fracionária. Mesmo em sistemas bancários livres menos regulados houve ciclos de auge e recessão que tiveram origem na expansão de crédito dos bancos, tendo verificado a ocorrência de pânicos e falências bancárias. O reconhecimento desse fato levou a que autores da Escola Neobancária, como Stephen Horwitz, insistam em que a evidência histórica contrária às posições, mesmo tendo relevância, não pode servir para refutar a teoria dos efeitos benignos do sistema bancário livre com reserva fracionária, uma vez que essa refutação deve ser efetuada por meio de procedimentos estritamente teóricos.[155]

A ignorância de argumentos de tipo jurídico

Os teóricos da escola do sistema bancário livre com reserva fracionária tendem a deixar as considerações jurídicas fora da análise, sem terem em conta que, como defendemos neste livro, o estudo da problemática bancária é essencialmente multidisciplinar e que existe uma relação teórica e prática estreita entre os aspectos jurídicos e econômicos de todos os processos sociais.

Assim, os teóricos do sistema bancário livre ignoram, em primeiro lugar, que o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário envolve uma impossibilidade lógica do ponto de vista jurídico. De fato, na primeira parte deste livro explicamos que, sempre que um banco concede empréstimos com base no dinheiro que recebe em depósitos à vista, é criada uma *dupla disponibilidade* sobre a mesma quantidade de moeda: o mesmo dinheiro está disponível para o depositante original e para o tomador que recebe o empréstimo. É óbvio que dois indivíduos não podem desfrutar simultaneamente da disponibilidade da mesma coisa e que conceder uma segunda disponibilidade sobre a mesma coisa é atuar de forma fraudulenta.[156] A apropriação indébita e a fraude são evidentes e cometidas pelo menos

---

[155] No que diz respeito à metodologia, estamos plenamente de acordo com esta posição de Stephen Horwitz (Ver o seu "Misreading the `Myth´: Rothbard on the Theory and History of Free Banking", ob. cit., p. 167). No entanto, é curioso que toda uma escola surgida com a análise dos resultados pretensamente benéficos do sistema bancário livre da Escócia tenha sido obrigada a acabar por deixar de se apoiar no resultado dos estudos históricos sobre o sistema bancário livre. Stephen Horwitz, em um comentário à revisão do caso histórico do sistema bancário livre de Rothbard, conclui que *"If Rothbard is correct about them, we should look more sceptically at Scotland as an example. But noting the existence of government interference cannot by itself defeat the theoretical argument. The Scottish banks were neither perfectly free nor a conclusive test case. The theory of free banking still stands, and its opponents need to tackle it on* both *the historical and the theoretical level to refute it"* (p. 168). Foi precisamente isso que tentamos neste livro.

[156] Hans-Hermann Hoppe, "How is Fiat Money Possible? - or, The Devolution of Money and Credit", publicado em *The Review of Austrian Economics*, vol. VII, no 2, ano 1994, p. 67.

nas etapas iniciais de formação do sistema bancário moderno, como já vimos no capítulo II.

Assim que os banqueiros obtiveram dos governos o privilégio para atuar com uma reserva fracionária, do ponto de vista do direito positivo, esta atividade deixou de ser crime, e, na medida em que os cidadãos atuam em um sistema protegido dessa forma pela lei, somos obrigados a descartar a existência de fraude penal. No entanto, como vimos nos capítulos I a III deste livro, este privilégio não consegue dotar o contrato de depósito bancário de moeda de uma natureza legal adequada. Pelo contrário, na maior parte dos casos, o contrato é nulo, uma vez que, do ponto de vista da sua *causa*, uma parte, os depositantes, efetua o negócio considerando que se trata de um depósito; ao passo que a outra, os banqueiros depositários, o recebe como se tratasse de um empréstimo. E, como sabemos, juridicamente, sempre que cada uma das partes intervenientes em um intercâmbio creem que estão efetuando um contrato distinto, este é nulo.

Além disso, mesmo que as partes, depositantes e banqueiros, coincidissem em pensar que a operação que realizam é um empréstimo, não estaria resolvida a natureza jurídica do contrato de depósito bancário de moeda. Como vimos, do ponto de vista econômico, é teoricamente impossível que os bancos possam, em todos os casos, fazer frente à devolução dos depósitos que receberam em um montante superior ao das reservas que mantêm. Esta impossibilidade é agravada pelo fato de o próprio exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário ter tendência a gerar crises e recessões econômicas que põem em causa a solvência do bancos de forma recorrente. Ora, voltando aos princípios jurídicos, quando é *impossível* pôr em prática um contrato, este é nulo. Apenas um coeficiente de caixa de 100%, que garanta a devolução em qualquer momento de todos os depósitos recebidos, ou a existência e apoio de um banco central que proporcione toda a liquidez necessária nos momentos de apuro, poderá tornar *possíveis* e, logo, válidos estes contratos de "empréstimo" com pacto de devolução (ou recompra) do valor facial em qualquer momento.

Por fim, o argumento de que só é impossível cumprir os contratos de depósito bancário de moeda periodicamente em circunstâncias extremas também não justificaria a natureza jurídica, uma vez que o exercício da atividade bancária com reserva fracionária é, como já referimos neste livro, contrário à ordem pública e prejudicial a terceiros. De fato, ao gerar créditos de forma expansiva sem cobertura de poupança real, o sistema bancário com reserva fracionária distorce a estrutura produtiva, fazendo com que os empresários que recebem os empréstimos, iludidos pela maior facilidade das condições de crédito, empreendam investimentos

que, em última instância, não vão ser rentáveis. Com o surgimento da inevitável crise econômica, os projetos de investimento terão de ser interrompidos e liquidados, o que implica um custo elevado do ponto de vista econômico, social e pessoal, sofrido não só pelos empresários que protagonizaram os erros, mas também pelos demais agentes econômicos envolvidos no processo de produção (trabalhadores, fornecedores, etc.).

Não podemos, pois, argumentar, como fazem White, Selgin e outros, que, em uma sociedade livre, os banqueiros e os clientes devem ter liberdade para estabelecer os acordos contratuais que considerem mais adequados.[157] Mesmo os acordos mutuamente satisfatórios para as duas partes carecem de legitimidade, se forem realizados em fraude da lei ou em prejuízo de terceiros, e, logo, contra a ordem pública. É o que acontece com os depósitos bancários de moeda efetuados com um coeficiente de reserva fracionário nos quais, ao contrário do habitual, ambas as partes tenham plena consciência da verdadeira natureza jurídica e das implicações do acordo efetuado.

Hans-Hermann Hoppe[158] explicou que este tipo de contratos prejudica terceiros pelo menos de três modos diferentes. *Primeiro*, a expansão de crédito aumenta a oferta monetária e, logo, diminui o poder de compra das unidades monetárias dos demais possuidores de saldos em dinheiro, que, desta forma, vêem a capacidade de compra das suas unidades monetárias reduzir-se quando compara com a que teriam sem a expansão de crédito. *Segundo*, os depositantes em geral são prejudicados, uma vez que o processo de expansão de crédito diminui a probabilidade de que, na ausência de um banco central, possam recuperar o total de unidades monetárias originalmente depositado; existindo um banco central, são prejudicados visto que, mesmo tendo a garantia de receberem sempre a devolução dos depósitos, não têm a garantia de que essa devolução será feita em unidades monetárias cujo poder de compra não tenha sido reduzido. *Terceiro*, todos os outros tomadores e agentes econômicos são prejudicados uma vez que a criação e a injeção do crédito fiduciário no sistema econômico põe em causa todo o sistema de crédito e distorce a estrutura produtiva, aumentando, assim, o risco de empreendimento de projetos errôneos, que fracassarão antes de terminados e causarão grande sofrimento humano na etapa de recessão econômica a que a expansão de crédito dará lugar.[159]

---

[157] Ver, por exemplo, Lawrence H. White, *Competition and Currency*, New York University Press, Nova York 1989, pp. 55-56, y George Selgin, "Short-Changed in Chile: The Truth about the Free-Banking Episode", *Austrian Economics Newsletter*, Inverno-Primavera de 1990, p. 5.

[158] Hans-Hermann Hoppe, "How is Fiat Money Possible? —or, The Devolution of Money and Credit", ob. cit., pp. 70-71.

[159] O caráter multidisciplinar da análise crítica do sistema bancário com reserva fracionária, e, logo, a im-

Em um sistema bancário livre, quando a capacidade de compra da moeda diminui em relação à que teria se o crédito não fosse expandido em um ambiente de reserva fracionária, os participantes (depositantes e, sobretudo, banqueiros) atuam em prejuízo de terceiros. Toda a manipulação da moeda, que é o meio de troca utilizado de forma *generalizada* pela sociedade, encerra, pela sua própria definição, efeitos negativos para a generalidade de terceiros participantes em todo o sistema econômico. Por isso, não importa o caráter voluntário dos acordos particulares a que os depositantes, bancários e tomadores cheguem, se, pelo exercício do sistema bancário com reserva fracionária, esses acordos afetam a moeda e prejudicam o público em geral (terceiros diferentes dos contratantes originais), viciando assim de nulidade o contrato por ir contra a ordem pública.[160] Economicamente, os efeitos qualitativos da expansão de crédito são idênticos aos da atividade criminosa de falsificação de moedas e notas de banco tipificada nos artigos 386-389 do novo Código Penal espanhol.[161] Ambas envolvem a criação de moeda, a redistribuição do rendimento a favor de alguns e em prejuízo dos demais cidadãos e a distorção da estrutura produtiva. No entanto, do ponto de vista quantitativo, a expansão de crédito é a única capaz de alargar a oferta monetária a um ritmo e volume suficientes para alimentar um *boom* artificial e provocar uma recessão. Em comparação com a expansão de crédito do sistema bancário com reserva fracionária e a manipulação monetária dos governos e dos bancos centrais, a atividade criminosa do falsificador de moeda é brincadeira de criança com consequências sociais praticamente imperceptíveis.

---

portância das considerações jurídicas e das econômicas, é não só o núcleo do presente livro, mas também foi posto em evidência por Walter Block no seu artigo "Fractional Reserve Banking: An Interdisciplinary Perspective", publicado como cap. III do livro *Man, Economy, and Liberty: Essays in Honour of Murray N. Rothbard*, Walter Block e Llewellyn H. Rockwell (eds.), The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, 1988, pp. 24-32. Walter Block assinala que é muito curioso que nenhum dos teóricos da escola moderna de bancos livres com reserva fracionária tenha efetuado qualquer análise crítica de caráter sistemático contra a proposta de estabelecer um sistema bancário com um coeficiente de caixa de 100%. De fato, tirando alguns comentários de Horwitz, os teóricos neobancários ainda não tentaram sequer demonstrar a razão por que um sistema bancário com 100% de reservas não garantirá um "equilíbrio monetário" livre de ciclos econômicos. Ver Stephen Horwitz, "Keynes' Special Theory", *Critical Review*, vol. III, nn. 3-4, Verão-Outono de 1989, nota de rodapé 18, pp. 431-432.

[160] Neste aspecto, a nossa posição é ainda mais exigente do que a enunciada por Alberto Benegas Lynch no seu livro *Poder y razón razonable*, Librería "El Ateneo" Editorial, Buenos Aires e Barcelona 1992, pp. 313-314.

[161] "Será castigado com as penas de oito a doze anos e multa de até dez vezes o valor facial da moeda: 1. O fabrico de moeda falsa" art. 386 do novo Código Penal. Assinale-se que na expansão de crédito, tal como na falsificação de dinheiro, o dano social é difuso, pelo que seria muito difícil, se não impossível, lutar contra este crime com base na demonstração dos danos sofridos pela parte prejudicada. Por isso, a tipificação do delito baseia-se na conduta (falsificação de notas) e não na identificação específica do dano pessoal provocado.

Todas estas considerações jurídicas acabaram por influenciar White, Selgin e outros teóricos modernos do sistema bancário livre que, como última linha de defesa para assegurar a estabilidade do sistema, propuseram que os bancos "livres" estabelecessem uma cláusula "de salvaguarda" nas notas e depósitos, informando aos clientes de que o banco pode decidir, em qualquer momento, suspender ou diferir a devolução dos depósitos ou o pagamento em espécie das notas correspondentes.[162] É evidente que a introdução desta cláusula equivaleria a eliminar dos respectivos instrumentos uma característica monetária cuja essência se fundamenta precisamente em dispor de uma liquidez perfeita, ou seja, uma liquidez imediata, completa e nunca condicionada. Desta forma, não só os depositantes passariam a ser a ser emprestadores forçados, por vontade do banqueiro, como os depósitos seriam convertidos em uma forma peculiar de contrato aleatório ou loteria, em que a possibilidade de levantar o dinheiro passaria a depender das circunstâncias particulares de cada momento. Não pode haver qualquer objeção ao fato de determinadas partes decidirem voluntariamente efetuar um contrato aleatório tão atípico como o referido. No entanto, se os banqueiros e os clientes atuassem subjetivamente considerando os depósitos e as notas substitutos monetários perfeitos, a existência desta cláusula e o seu perfeito conhecimento por parte dos participantes não poderiam fazer mais do que impedir a suspensão imediata dos pagamentos ou a falência das insituições bancárias no caso de pânicos. Não evitariam, porém, a reprodução de todos os processos de expansão, crise e recessão típicos do exercício do sistema bancário com reserva fracionária (independentemente das "cláusulas de opção" que venham a ser incorporadas nos contratos, se

[162] Estas "cláusulas de opção" já estiveram em vigor nos bancos escoceses de 1730 a 1765, e reservavam o direito de suspender temporariamente o pagamento em espécie da notas que tinham emitido. Assim, referindo-se aos pânicos bancários, Selgin afirma que *"Banks in a free banking system might however avoid such a fate by issuing liabilities contratually subject to a 'restriction' of base money payments. By restricting payments banks can insulate the money stock and other nominal magnitudes from panic-related effects."* George A. Selgin, "Free Banking and Monetary Control", em *The Economic Journal*, novembro de 1994, p. 1455. O fato de Selgin pensar recorrer a esta cláusulas para evitar os pânicos é tão significativo quanto à "solvência" da sua própria teoria como é surpreendentemente do ponto de vista jurídico que se pretenda basear um sistema na expropriação, mesmo que parcial e temporária, do direito de propriedade dos depositantes e possuidores de notas, os quais, em tempo de crise, se pretende converter em emprestadores forçosos, em vez de continuarem a ser verdadeiros depositantes possuidores de unidades monetárias, ou mais especificamente, substitutos monetários perfeitos. Por último, é preciso lembrar que o próprio Adam Smith afirma que: *"the directors of some of those [Scottish] banks sometimes took advantage of this optional clause, and sometimes threatened those who demanded gold and silver in exchange for a considerable number of their notes, that they would take advantage of it, unless such demanders would content themselves with a part of what they demanded."* Ver Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, ob. cit., Livro II, Capítulo II, pp. 394-395. Sobre as "cláusulas de opção", consultar Parth J. Shah "The Option Clause in Free Banking Theory and History: A Reappraisal", manuscrito apresentado na 2nd Austrian Scholars Conference, Auburn University, 4-5 de Abril de 1997, posteriormente publicado em *The Review of Austrian Economics*, vol. 10, no 2, 1997, pp. 1-25.

os referidos instrumentos forem considerados substitutos monetários perfeitos por parte da generalidade do público), em grave prejuízo de terceiros e contra a ordem pública. Assim, as cláusulas de opção podem, quando muito, proteger o bancos, mas não a sociedade nem o sistema econômico das etapas sucessivas de expansão de crédito, auge e depressão. Desta forma, a última linha de defesa de White e Selgin não elimina de forma alguma o fato de que o exercício do sistema bancário com reserva fracionária provoca um prejuízo grave e sistemático a terceiros que é contrário à ordem pública.[163]

5
Conclusão: a falsa polêmica entre o sistema bancário central e o sistema bancário livre com reserva fracionária

A abordagem tradicional da discussão entre os partidários do banco central e os do sistema bancário livre com reserva fracionária está, essencialmente, errada. Em primeiro lugar, ignora que o sistema bancário livre com reserva fracionária desencadeia uma tendência inevitável para o surgimento, desenvolvimento e consolidação do banco central. A expansão de crédito provocada pelo sistema bancário com reserva fracionária dá origem a processos de reversão em forma de crises financeiras e recessões econômicas que levam inevitavelmente a que os cidadãos exijam a intervenção pública e a regulação estatal da atividade bancária. Em segundo lugar, os próprios bancos envolvidos no sistema não tardam a descobrir que o risco de insolvência será mais baixo se

[163] É curioso observar que muitos teóricos da Escola do sistema bancário livre, como White, Selgin e outros, não percebem que o sistema bancário com reserva fracionária é ilegítimo do ponto de vista dos princípios gerais do Direito e, em vez de proporem a abolição, propõem a sua completa "liberalização" e privatização, com eliminação do banco central. Esta medida iria, de fato, pôr fim aos abusos praticamente ilimitados que as autoridades cometeram no campo financeiro, mas não impede a possibilidade de que se cometam (em menor escala) abusos no campo privado. Esta situação é semelhante à que aconteceria se o Estado permitisse o exercício sistemático do assassinato, roubo ou qualquer outro crime. Não há dúvida de que a privatização destas atividades criminais (eliminando o exercício sistemático das mesmas por parte do governo) tenderia a "melhorar" sensivelmente a situação, uma vez que o grande poder criminal do Estado desapareceria e seria possível que, de forma espontânea, os agentes econômicos privados desenvolvessem procedimentos de prevenção e defesa em relação aos referidos crimes. No entanto, a privatização não é uma solução definitiva para o problema apresentado pela atividade criminal. Esta solução só será encontrada por meio da persecução por todos os meios possíveis dos crimes cometidos, mesmo que realizados por agentes privados. Assim, podemos concluir, em consonância com Murray N. Rothbard, que em um sistema econômico ideal de mercado livre, *"fractional-reserve bankers must be treated not as mere entrepreneurs who made unfortunate business decisions but as counterfeiters and embezzlers who should be cracked down on by the full majesty of the law. Forced repayment to all the victims plus substantial jail terms should serve as a deterrent as well as to meet punishment for this criminal activity."* Murray N. Rothbard, "The Present State of Austrian Economics", *Journal des Economistes et des Etudes Humaines*, Vol. VI, n.º 1, Março de 1995, pp. 80-81.

chegarem a acordos entre si, caso se fundam e, até, caso exijam a constituição de um emprestador de última instância que lhes proporcione a liquidez necessária nos momentos de apuro e que institucionalize e dirija oficialmente o crescimento da expansão de crédito.

Assim, podemos concluir que o exercício do sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionário foi historicamente o principal responsável pelo aparecimento e desenvolvimento do banco central, pelo que a discussão teórica e prática deve ser abordada não em termos tradicionais, mas em termos de dois sistemas radicalmente distintos: ou um sistema bancário livre submetido aos princípios tradicionais do Direito (coeficiente de caixa de 100%), no qual se considerem ilegais e contrárias à ordem pública todas as operações realizadas, acordadas voluntariamente ou não, nas quais se estabeleça um coeficiente de reserva fracionário; ou um sistema que permita o exercício do sistema bancário com reserva fracionária e do qual deverá surgir inevitavelmente um banco central emprestador de última instância e controlador de todo o sistema financeiro.

São essas duas únicas alternativas viáveis do ponto de vista teórico e prático. Até agora, analisamos pormenorizadamente quais são os efeitos econômicos do sistema bancário com reserva fracionária, orquestrada ou não por um banco central. No próximo e último capítulo, estudaremos o sistema bancário livre submetido aos princípios tradicionais do Direito, ou seja, exercido com um coeficiente de caixa de 100%.[164]

---

[164] Julgo que Leland Yeager acabou por aceitar implicitamente a minha tese sobre a inviabilidade do sistema bancário livre com reserva fracionária quando propôs recentemente a abolição de todos os coeficientes de caixa e a proibição (forçosa?) do uso de todo o dinheiro (mercadoria ou de outro tipo) surgido à margem do sistema bancário (*base money*). Aparte o seu caráter coercivo, este sistema monetário de bancos livres "sem" qualquer coeficiente de caixa e puramente fiduciário, continuará a estar submetido (de forma agravada) a todas as possibilidades de expansão de crédito e geração de ciclos que já demonstramos neste capítulo poderem ser provocadas por qualquer sistema de bancos livres com reserva fracionária. Ver Leland Yeager, "The Perils of Base Money", ob. cit. Ver também a nota 103 do próximo capítulo.

Capítulo 9

Uma Proposta de Reforma do Sistema Bancário. A Teoria do Coeficiente de Caixa de 100%

Neste último capítulo, e depois de uma breve retrospectiva da evolução histórica das propostas feitas no século XX para estabelecer um coeficiente de caixa de 100% para os bancos, vamos apresentar uma proposta de reforma do sistema bancário que se fundamenta no exercício livre da atividade bancária, mas submetido aos princípios tradicionais do Direito que regulam o contrato de depósito bancário de moeda (coeficiente de caixa de 100%). Depois, veremos quais são as vantagens deste sistema em relação ao sistema bancário e financeiro atual, bem como em relação ao sistema bancário livre com reserva fracionária. Mais adiante, analisaremos e responderemos às diferentes críticas feitas à proposta de reserva de 100% para em seguida apresentarmos um programa de transição por etapas que torne possível passar do sistema bancário e financeiro atual para o modelo proposto. Terminaremos o capítulo com um conjunto de comentários sobre a possível aplicação de nossas recomendações aos casos pontuais do sistema monetário europeu e da reconstrução monetária e financeira que se está ocorrendo nos antigos países do socialismo real. O livro termina com um resumo das conclusões mais importantes.

1
A história moderna das teorias a favor da proposta do coeficiente de caixa de 100%

Como já tivemos oportunidade de verificar, a desconfiança em relação ao exercício da atividade bancária com reserva fracionária remonta, pelo menos, aos teóricos da Escola de Salamanca nos séculos XVI e XVII, David Hume no século XVIII, os teóricos da escola de Jefferson e Jackson durante as décadas posteriores à fundação do Estados Unidos e a um importante grupo de teóricos da Europa continental do século XIX (Cernuschi e Modeste na França, Geyer, Tellkampf e Michaelis na Alemanha). Além disso, já no século XX, famosos economistas, como Ludwig von Mises e outros, e pelo menos quatro Prêmios Nobel da Economia (F.A. Hayek, Milton Friedman,

James Tobin e Maurice Allais) defenderam, em algum momento, o estabelecimento do coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista efetuados pelos bancos.

A proposta de Ludwig von Mises

O primeiro economista do século XX a propor o estabelecimento de um sistema de bancos com um coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista foi Ludwig von Mises na primeira edição do seu livro *The Theory of Money and Credit*, publicada em 1912. No final desta primeira edição, literalmente reproduzido na segunda, Mises concluía:

> Os meios fiduciários têm uma natureza ligeiramente diferente da moeda; sua oferta afeta o mercado da mesma forma que a oferta de moeda propriamente dita; as variações na quantidade têm a mesma influência no valor objetivo de troca da moeda que a quantidade de moeda propriamente dita. Assim, devem ser submetidos aos mesmos princípios estabelecidos para a moeda; deve dedicar-se a eles o mesmo empenho que se dedica à eliminação, na medida do possível, da influência humana sobre a relação de troca entre a moeda e os demais bens econômicos. A possibilidade do surgimento de flutuações temporárias nas relações de troca entre bens de ordens superiores e inferiores devido à emissão de meios fiduciários e as consequências perniciosas relacionadas com a divergência entre as taxas naturais e monetárias de juro são circunstâncias que levam à mesma conclusão. *É óbvio que a única forma de acabar com a influência humana sobre o sistema de crédito é por meio da eliminação de toda a emissão adicional de meios fiduciários. A ideia básica da Lei de Peel deveria ser reafirmada e mais completamente implementada do que foi na Inglaterra do seu tempo, incluindo na proibição legislativa a emissão de crédito na forma de saldos bancários.*

Mises acrescenta: "Seria um erro supor que a organização moderna do câmbio terá de continuar a existir. *Ela traz em si o germe da sua própria destruição*; o desenvolvimento dos meios fiduciários levá-la-á necessariamente ao colapso."[1]

---

[1] Ludwig von Mises, *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Duncker & Humblot, Munique e Leipzig (1.ª edição, 1912), 2.ª edição, 1924, pp. 418-419. A citação literal de Mises é a seguinte: *"Es leuchtet ein, dass menschlicher Einfluss aus dem Umlaufsmittelwesen nicht anders ausgeschaltet werden kann als durch die Unterdrückung der weiteren Ausgabe von Umlaufsmitteln. Der Grundgedanke der Peelschen Akte müsste wieder*

Mais tarde, Mises volta a tratar o modelo ideal para o sistema bancário no livro *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik* (Estabilização monetária e política cíclica), publicado em 1928. Aí podemos ler:

> *The most important prerequisite of any cyclical policy, no matter how modest its goal may be, is to renounce every attempt to reduce the interest rate, by means of banking policy, below the rate which develops on the market. That means a return to the theory of the Currency School, which sought to suppress all future expansion of circulation credit and thus all further creation of fiduciary media. However, this does not mean a return to the old Currency School program, the application of which was limited to banknotes. Rather it means the introduction of a new program based on the old Currency School theory, but expanded in the light of the present state of knowledge to include fiduciary media issued in the form of bank deposits.* The banks would be obliged at all times to maintain metallic backing for all notes —except for the sum of those outstanding which are not now covered my metal — equal to the total sum of the notes issued and bank deposits opened. That would mean a complete reorganization of central bank legislation. By this act alone, cyclical policy would be directed in earnest toward the elimination of crises.[2]

aufgenommen und durch Miteinbeziehung der in Form von Kassenführungsguthaben ausgegebenen Umlaufsmittel in das gesetzliche Verbot der Neuausgabe in vollkommenerer Weise durchgeführt werden als dies seinerzeit in England geschah... Es wäre ein Irrtum, wollte man annehmen, dass der Bestand der modernen Organisation des Tauschverkehres für die Zukunft gesichert sei. Sie trägt in ihrem Innern bereits den Keim der Zerstörung. Die Entwicklung des Umlaufsmittels muss notwendigerweise zu ihrem Zusammenbruch führen." A passagem que transcrevemos no texto foi traduzida a partir da mais recente edição do livro (Unión Editorial, 1997), pp. 377- 378 e 379; os grifos foram acrescentados e não se encontram no texto original. Estas reflexões estão incluídas nas pp. 446-448 da melhor e última edição inglesa do livro de Mises, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Classics, Indianapolis, 1981 (tradução de H.E. Batson originalmente publicada em 1934 por Jonathan Cape em Londres e em 1953 pela Yale University Press nos Estados Unidos).

[2] Ludwig von Mises, *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Verlag von Gustav Fischer, Jena 1928, p. 81. Este livro foi traduzido do inglês por Bettina Bien Greaves e publicado em 1978 no volume de obras sobre teoria monetária de Ludwig von Mises intitulado *On the Manipulation of Money and Credit*, Percy L. Greaves (ed.), Freemarket Books, Nova York 1978, pp. 57-173. A passagem do texto principal encontra-se nas pp. 167-168, e poderia ser traduzida da seguinte forma: "O requisito mais importante de qualquer política cíclica, independentemente do objetivo, é renunciar a qualquer intenção de, por meio da política bancária, reduzir a taxa de juro a níveis mais baixos do que os usados no mercado. Isto significa voltar à teoria da Escola Monetária, que procurava eliminar toda a expansão futura do crédito e, logo, toda a criação adicional de meios fiduciários. Não quer dizer, contudo, voltar ao antigo programa da Escola Monetária cuja aplicação se limitou às notas de banco. Trata-se, isso sim, de introduzir um novo programa baseado na velha teoria da Escola Monetária, mas ampliado à luz do estado atual do conhecimento teórico para incluir os meios fiduciários que sejam emitidos em forma de depósitos bancários. Os bancos deveriam ser obrigados a manter, em todo o momento, uma cobertura em metal igual à soma total das notas emitidas e depósitos bancários abertos. Desta forma, a política cíclica dirigir-se-ia da forma mais eficaz possível à eliminação das crises econômicas." A exceção entre travessões incluída na passagem em

Dois anos depois, em um memorando apresentado a 10 de outubro de 1930 em Genebra perante a Comissão Financeira da Liga das Nações com o título "The Suitability of Methods of Ascertaining Changes in the Purchasing Power for the Guidance of International Currency and Banking Policy" Mises apresentou suas ideias, perante os especialistas monetários e bancários da época, da seguinte forma:

> *It is characteristic of the gold standard that the banks are not allowed to increase the amount of notes and bank balances without a gold backing, beyond the total which was in circulation at the time the system was introduced. Peel's Bank Act of 1844, and the various banking laws which are more or less based on it, represent attempts to create a pure gold standard of this kind.* The attempt was incomplete because its restrictions on circulation included only banknotes, leaving out of account bank balances on which cheques could be drawn. *The founders of the Currency School failed to recognize the essential similarity between payments by cheque and payments by banknote. As a result of this oversight, those responsible for this legislation never accomplished their aim.*

Mais tarde, Mises explica que o sistema bancário com um coeficiente de caixa de 100% operando com um padrão-ouro levaria a uma ligeira tendência para a descida dos preços, o que favoreceria a generalidade dos cidadãos ao aumentar os rendimentos reais, não por meio de um aumento nominal das remunerações (que se mantêm relativamente constantes), mas pela redução contínua dos preços do bens e serviços de consumo. Mises considera este sistema monetário e bancário muito superior ao sistema atual afetado pela inflação crônica e os ciclos recorrentes de expansão e recessão. Referindo-se à situação de depressão econômica por que passava o mundo na época, Mises conclui que: *"the root cause of the evil is not in the restrictions, but in the expansion which preceded them.* The policy of the banks does not

inglês e não traduzida aqui por razões de clareza indica que Mises, na senda da Lei de Peel, só exige o coeficiente de 100% em relação à *nova* emissão de meios fiduciários (depósitos e notas de banco), deixando sem cobertura metálica "o estoque dos mesmos que já tenha sido emitido no momento em que se inicie a reforma". A proposta de Mises seria um grande passo em frente e, na prática, poderia ser levada a cabo com facilidade e sem dar origem inicialmente a mutações significativas no valor de mercado do ouro. Não é, no entanto, perfeita, uma vez que deixaria os bancos sem cobertura de caixa em relação ao volume de notas e de depósitos *emitidos no passado* e, logo, muito vulneráveis a crises bancárias de confiança que caso viessem a ocorrer. Por isso, neste capítulo, propomos um programa mais radical que consiste em estabelecer o coeficiente de caixa de 100% para todos os meios fiduciários (já emitidos ou por emitir). A proposta de Mises foi recentemente desenvolvida ao pormenor por Bettina Bien Greaves, "How to Return to the Gold Standard", *The Freeman: Ideas on Liberty*, novembro de 1995, pp. 703-707.

deserve criticism for having at last called a halt to the expansion of credit, but, rather, for ever having allowed it to begin."[3]

Dez anos depois deste memorando apresentado na Liga das Nações, Mises volta a defender o coeficiente de caixa de 100% na primeira edição alemã do seu abrangente tratado de Economia, publicado com o título *Nationalökonomie: Theorie des Handelns und Wirtschaftens*. Nesta obra, Mises repete a tese de que as ideias fundamentais da Escola Monetária (*Currency School*) exigiam também a aplicação do coeficiente de reserva de 100% para todos os meios fiduciários, ou seja, não apenas para as notas de banco, mas também para os depósitos bancários. Além disso, defende a abolição do banco central, assinalando que, enquanto tal instituição existir, mesmo que se proíba estritamente a nova emissão de meios fiduciários (notas e depósitos), o sistema estará sempre sujeito ao risco de que dificuldades orçamentárias de "emergência" sejam utilizadas para justificar politicamente a emissão de novos meios fiduciários com vistas a ajudar o financiamento das necessidades do estado. Mises responde assim, implicitamente, aos teóricos da Escola de Chicago que, durante os anos 1930, como veremos mais adiante, propuseram o estabelecimento do coeficiente de reserva de 100% para a atividade bancária, mas mantendo o caráter fiduciário do dinheiro base e o controle da sua emissão por parte do banco central. Segundo Mises, esta solução não é a melhor, uma vez que, embora estabeleça do coeficiente de caixa de 100 %, o dinheiro continuará a depender de um banco central, pelo que estará sujeito a todo o tipo de pressões e influências, nomeadamente ao perigo de que, em situações de emergência financeira, o estado utilize o seu poder de emissão de moeda para se financiar a si mesmo. A melhor solução será pois, segundo Mises, o estabelecimento de um sistema bancário livre, ou seja, sem banco central, mas submetido aos princípios tra-

[3] Este memorando tinha sido esquecido e foi redescoberto nos arquivos da Liga das Nações quando Richard M. Ebeling preparava os materiais para o livro *Money, Method and the Market Process: Essays by Ludwig von Mises*, Richard M. Ebeling (ed.), Kluwer Academic Publishers, Dordtrecht, Holanda, 1990, pp. 78-95. A passagem do texto aparece na página 90-91 e pode ser traduzida da seguinte forma: "Uma das características do *gold standard* é não permitir que os bancos aumentem a quantidade de notas, sem o respectivo lastro em ouro, para um nível superior ao existente em circulação quando o sistema foi introduzido. A Lei de Peel de 1844 e as várias leis bancárias que, em maior ou menor medida, nela se baseiam representam tentativas de criar um padrão-ouro puro desse tipo. *A tentativa foi incompleta porque as suas restrições à circulação incluíam apenas as notas de banco, deixando de fora os saldos das contas bancárias contra os quais se podem levantar os cheques.* Os fundadores da Escola Bancária não reconheceram a similaridade essencial entre os pagamentos efetuados mediante cheque e os efetuados com notas de banco. Como resultado deste erro, os responsáveis da referida legislação não foram capazes de atingir os objetivos [...] A raiz do mal está não nas restrições, mas na expansão que as precedeu. A política dos bancos não deve ser criticada por ter acabado por parar a expansão de crédito, mas por ter permitido que essa expansão tivesse começado" (grifos nossos).

dicionais do Direito (e, logo, com um coeficiente de caixa de 100%).[4] Ora, neste livro, ao defender o coeficiente de caixa de 100%, Mises critica não só a existência de um banco central, mas também o sistema bancário livre com coeficiente de reserva fracionária, embora limitasse muito a emissão de meios fiduciários, não conseguiria eliminar completamente a expansão de crédito nem os fenômenos recorrentes de *boom* e recessão econômica.[5]

Em 1949, é publicada pela Yale University a primeira edição inglesa do tratado de Economia de Ludwig von Mises com o título *Human Action: A Treatise on Economics*. Nesta versão inglesa, Mises repete os argumentos da edição alemã, mas refere-se expressamente ao plano proposto por Irving Fischer para estabelecer um coeficiente de reserva de 100% nos bancos. Mises tem um opinião negativa do plano de Fischer, não por incluir uma proposta do coeficiente de caixa de 100%, que partilha por completo, mas pelo fato de Fischer querer combiná-la com a manutenção do banco central e a adoção de uma unidade monetária indexada. De fato, segundo Mises, mesmo que se restabeleça o coeficiente de caixa de 100%, se continuar a existir um banco central:

> *It would not entirely remove the drawbacks inherent in every kind of government interference with banking. What is needed to prevent any further credit expansion is to place the banking business under the general rules of commercial and civil laws compelling every individual and firm to fulfill all obligations in full compliance with the terms of the contract.*[6]

---

[4] Vejamos como explica Mises a sua posição de maneira literal: *"Wenn heute, dem Grundgedanken der Currency-Lehre entsprechend, auch für das Kassenführungsguthaben volle-hundertprozentige-Deckung verlangt wird, damit die Erweiterung der Umlaufsmittelausgabe auch in dieser Gestalt unterbunden werde, dann ist das folgerichtiger Ausbau der Ideen, die jenem alten englischen Gesetz zugrundelagen ... Auch das schärfste Verbot der Erweiterung der Umlaufsmittelausgabe versagt gegenüber einer Notstandsgesetzgebung."* Ludwig von Mises, *Nationalökonomie: Theorie des Handelns und Wirtschaftens*, 1.ª edição publicada por Editions Union, Genebra 1940; para esta citação, utilizei a 2.ª edição de Philosophia Verlag, Munique 1980, p. 403.

[5] Neste sentido, é especialmente ilustrativa a nota de rodapé que Mises inclui na p. 402 de *Nationalökonomie* e que diz: *"Für die Katallaktik ist der Begriff 'normale Kreditausweitung' sinnlos. Jede Kreditausweitung wirkt auf die Gestatlung der Preise, Löhne und Zinssätze und löst den Prozess aus, den zu beschreiben die Aufgabe der Konjunkturtheorie ist."* Esta nota foi traduzida posteriormente para inglês na p. 442 da 3.ª edição revista de *Human Action*, ob. cit., da seguinte forma: *"The notion of 'normal' credit expansion is absurd. Issuance of additional fiduciary media, no matter what its quantity may be, always sets in motion those changes in the price structure the description of which is the task of the theory of the trade cycle. Of course, if the additional amount issued is not large, neither are the inevitable effects of the expansion."* Esta afirmação de Mises gerou grande confusão entre os membros da Escola Austríaca defensores do sistema de liberdade bancária com reserva fracionária (White, Selgin, Horwitz, etc.), uma vez que demonstra que o sistema que defendem, de acordo com o próprio Mises, não deixaria de estar submetido às fases de expansão e recessão próprias do ciclo econômico (embora devamos reconhecer que com menor gravidade do que a experimentada nos sistemas bancários atuais cobertos por um banco central).

[6] Ludwig von Mises, *Human Action: A Treatise on Economics*, 3.ª edição, ob. cit., p. 443. A tradução do texto principal é a seguinte: A reforma de Fischer "não viria a acabar com os inconvenientes inerentes a

Por último, Mises volta a apresentar as ideias sobre o coeficiente de caixa de 100% no Anexo sobre "Reconstrução Monetária", que inclui na reedição inglesa publicada em 1953 de *The Theory of Money and Credit*. Aí, Mises afirma expressamente que: *"the main thing is that the government should no longer be in a position to increase the quantity of money in circulation and the amount of checkbook money not fully —that is, 100 percent— covered by deposits paid in by the public"*. Ademais, neste mesmo Anexo, Mises propõe um processo de transição para o sistema ideal que teria como objetivo:

> *No bank must be permitted to expand the total amount of its deposits subject to check or the balance of such deposits of any individual customer, be he a private citizen or the U.S. Treasury, otherwise than by receiving cash deposits in legal-tender banknotes from the public or by receiving a check payable by another domestic bank subject to the same limitations.* This means a rigid 100 percent reserve for all future deposits; that is, all deposits not already in existence on the first day of the reform.[7]

Embora mais adiante tenhamos a oportunidade fazer referência ao sistema de transição para o sistema bancário ideal, podemos observar que Mises, em consonância com os escritos de 1928, propõe a aplicação do mesmo sistema de transição utilizado pela Lei de Peel para as notas de banco (cujo coeficiente de 100% em moeda metálica só foi exigido para as novas notas criadas).[8]

---

todo o tipo de interferência governamental nos bancos. O que é preciso para prevenir qualquer expansão ulterior do crédito é submeter o negócio bancário aos princípios tradicionais do direito comercial e civil, obrigando a que cada empresa e indivíduo cumpra as obrigações de acordo com os termos estritos estabelecidos em cada contrato." Como se pode ver, esta afirmação de Mises tem o mérito de mostrar, pela primeira vez, que a origem dos problemas apresentados pelo sistema bancário tem relação com o fato dos participantes não estarem submetidos aos princípios tradicionais do Direito. Esta é a ideia essencial que viria a ser desenvolvida por Murray N. Rothbard mais tarde e que constitui o núcleo da tese essencial que defendemos neste livro.

[7] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Classics, Indianápolis 1981, pp. 481 e 491. A tradução desta passagem poderia ser a seguinte: "A nenhum banco deve ser permitido que expanda o montante total dos depósitos ou o saldo dos depósitos de qualquer cliente, seja ele cidadão particular ou o Tesouro dos Estados Unidos, a menos que receba depósitos em moeda de curso legal ou em cheques que possam ser pagos por outro banco nacional sujeito às mesmas limitações. *Isto significa uma reserva rígida de 100 % para todos os depósitos futuros, ou seja, para todos os depósitos que não existissem já no primeiro dia da reforma"* (grifos nossos).

[8] Apesar das claríssimas afirmações de Mises a favor do coeficiente de caixa de 100%, sua defesa da liberdade bancária como procedimento indireto para a aproximação ao ideal da reserva de 100%, e, logo, de um sistema bancário submetido aos princípios tradicionais do Direito, levou a que alguns teóricos austríacos da Escola Neobancária moderna tenham interpretado de forma conveniente a posição de Mises como se fosse defensor, em primeiro lugar, da liberdade bancária com reserva fracionária e, em segundo, do exercício da atividade bancária com um coeficiente de reserva de 100%. Entre os autores que defendem esta posição, destacam-se Lawrence H. White, "Mises on Free Banking and Fractional Reserves", cap. 35 de

F.A. Hayek e o coeficiente de reserva de 100%

A primeira vez que Hayek, sem dúvida o melhor discípulo de Mises, se referiu ao coeficiente de caixa de 100% foi quando, aos 25 anos de idade, e após regressar de uma visita de estudo aos Estudos Unidos, publicou o artigo "The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis". Neste artigo, Hayek faz uma análise muito crítica da política monetária que estava sendo desenvolvida pela Reserva Federal norte-americana com vista a manter estável o poder de compra do dólar, em um ambiente de grande aumento de produtividade, que já estava dando origem à significativa expansão de crédito que, em última instância, viria a provocar a Grande Depressão. Em uma nota de rodapé deste artigo seminal, Hayek refere-se, pela primeira vez na vida, ao coeficiente de caixa de100 %, afirmando:

> *As we have already emphasized, the older English theoreticians of the currency school had a firmer grasp of this than the majority of economists who came after them. The currency school hoped also to prevent cyclical fluctuations by the regulation of the note issue they proposed. But since they took only the effects of the note issue into account and neglected those of deposit money, and the restrictions imposed upon bank credit could always be got round by an expansion of transfers through bank deposits, Peel's Bank Act and the central bank statute modelled upon it could not achieve this aim.* The problem of the prevention of crises would have received a radical solution if the basic concept of Peel's Act had been consistently developed into the prescription of 100 per cent gold cover for bank deposits as well as notes.[9]

A Man of Principle: Essays in Honor of Hans F. Sennholz, Grove City College Press, Grove City, Pensilvânia, 1992, pp. 517-533. Em um interessante artigo, Joseph T. Salerno, mostrou recentemente que a posição de White carece de fundamento *"because he overlooks important passages in the very works of Mises that he cites, and because he ignores significant developments in Mises' theory of money that occurred between the publication of the first German edition of* The Theory of Money and Credit *in 1912 and the publication of* Nationalökonomie *in 1940."* Ver: Joseph T. Salerno, "Mises and Hayek Dehomogenized", *The Review of Austrian Economics*, vol. 6, n.º 2, 1993, pp. 137-146.

[9] F.A. Hayek, "The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis", capítulo I de *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry (ed.), The University of Chicago Press, Chicago 1984, p. 29. Este artigo é a tradução para inglês da parte teórica do artigo originalmente publicado em alemão com o título "Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Überwindung der Krise von 1920", *Zeitschrift für Volkswirtschaft und Socialpolitik*, n.º 5, ano de 1925, vols. I-III, pp. 25-63 e vols. IV-VI, pp. 254-317. A tradução para português é a seguinte: "Como já destacamos, os antigos teóricos ingleses da Escola Monetária tinham um conhecimento mais sólido do que a maioria dos economistas que lhes seguiram. A Escola Monetária procurou também prevenir as flutuações econômicas regulando a emissão de notas. Mas uma vez que só tiveram em conta os efeitos da emissão de notas e se esqueceram

Doze anos depois, no notável *Monetary Nationalism and International Stability*, publicado em 1937, F. A. Hayek refere-se novamente ao estabelecimento de um sistema bancário baseado em um coeficiente de caixa de 100%. Contrariando a versão dessa proposta feita na época pelos teóricos da Escola de Chicago, que pretendiam sustentá-la no papel-moeda emitido pelo banco central, Hayek considera que a solução ideal seria combinar a proposta do coeficiente de caixa de 100% para a atividade bancária com regresso ao padrão-ouro, de forma que todas as notas e depósitos bancários tivessem uma cobertura de 100% em ouro. Desta maneira seria possível obter um sistema monetário mundial que evitaria as manipulações e o "nacionalismo monetário" dos governos. Hayek conclui que: *"The undeniable attractiveness of this proposal lies exactly in the feature which makes it appear somewhat impracticable, in the fact that in effect it amounts* [...] to an abolition of deposit banking as we know it."[10]

Por fim, quase quarenta anos depois, F. A. Hayek volta a se ocupar de temas bancários e monetários no famoso trabalho *Denationalization of Money*. Embora este livro tenha sido utilizado pelos teóricos modernos da Escola do sistema bancário livre com reserva fracionária para justificar o próprio modelo, não há dúvida de que Hayek propõe o sistema bancário livre e de emissão privada de unidades monetárias com o objetivo de que acabe por preponderar o modelo bancário com um coeficiente de reserva de 100%. De fato, na parte dedicada à mudança de política no sistema bancário comercial, Hayek conclui que a grande maioria dos bancos: *"clearly would have to be content to do their business in other currencies. They would thus have to practise a kind of '100 percent banking', and keep a full reserve against all their obligations payable on demand."* Hayek acrescenta em uma dura crítica ao atual sistema bancário: *"An institution which has proved as harmful as fractional reserve banking without the responsibility of the individual bank for the money (i.e. cheque deposits) it created cannot complain if support by a government monopoly that has made its existence possible is withdrawn."*[11]

dos efeitos da emissão de moeda constituído pelos depósitos bancários, foi sempre possível contornar as restrições estabelecidas à emissão de notas por meio da expansão dos depósitos bancários. Desta forma, nem a Lei de Peel nem o estatuto do banco central estabelecido de acordo com a mesma foram capazes de alcançar os objetivos. *O problema da prevenção das crises teria recebido uma solução radical se o conceito básico da Lei de Peel, que consiste em um coeficiente de reservas de ouro de 100%, tivesse sido aplicado coerentemente não só para notas, mas também para os depósitos bancários*" (grifos nossos).

[10] F.A. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, Longmans, Londres 1937, reedição de Augustus M. Kelley, Nova York 1971, pp. 81-84, e especialmente a p. 82. Hayek elogia sobretudo a proposta de 100% ,*"because it goes to the heart of the problem"* (p. 81). O único inconveniente que Hayek vê nesta proposta, aparte de ser *"somewhat impracticable"*, é que parece duvidoso que os depósitos bancários sem cobertura não aparecessem com outra forma jurídica, uma vez que *"banking is a pervasive phenomenon"* (p. 82). Mais adiante responderemos a esta objeção (grifos nossos).

[11] F. A. Hayek, *Denationalization of Money*, The Institute of Economic Affairs, Londres 1976, pp. 94-95, e também a p. 55. Estas passagens encontram-se na p. 119 da 2.ª edição revista e ampliada publicada em 1978. A tradução poderia ser a seguinte: "teria de se contentar, obviamente, com operar noutras moedas.

Murray N. Rothbard e a proposta de um padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100%

Em 1962, o professor Murray N. Rothbard, no já clássico artigo intitulado "The Case for the 100 Percent Gold Dollar", incluído no livro editado por Leland B. Yeager intitulado *In Search of a Monetary Constitution*[12] (que também contém artigos de James M. Buchanan, Milton Friedman, Arthur Kemp e outros), desenvolve pela primeira vez a proposta a favor do padrão-ouro baseado em um sistema bancário livre com um coeficiente de caixa de 100%. Neste trabalho, Rothbard critica todos quantos pretendem voltar ao padrão-ouro *standard* apoiado em um sistema bancário de reserva fracionária e controlado pelos bancos centrais, propondo aquela que considera ser a única solução coerente e estável a longo prazo: um sistema bancário livre com um coeficiente de reserva de 100%, a abolição do banco central e o estabelecimento de um padrão-ouro puro. De acordo com Rothbard, assim seria possível evitar não só os ciclos recorrentes de auge e recessão provocados pela atividade bancária com reserva fracionária, mas também a possibilidade de que, embora possa se estabelecer um coeficiente de caixa de 100%, como defendiam os teóricos da Escola de Chicago nos anos 1930, a manutenção do banco central deixa todo o sistema vulnerável às necessidades políticas e financeiras de cada momento.

A nosso ver, a principal contribuição de Rothbard é, no entanto, a profunda fundamentação jurídica que dá à proposta. De fato, Rothbard acompanha a análise econômica de um estudo multidisciplinar, essencialmente de natureza jurídica, que tem como intuito demonstrar que o exercício da atividade bancária com um coeficiente de reserva de 100% não é mais do que a consequência lógica da aplicação

---

Os banqueiros teriam de atuar como 'bancos a 100%' e manter reservas à vista equivalentes a todas as obrigações a pagar [...] Uma instituição que demonstrou ser tão prejudicial como o sistema bancário de reserva fracionária sem responsabilização individual dos bancos em relação à moeda (por exemplo, depósitos à vista) que criavam não pode se queixar da perda do apoio estatal que tornou possível sua existência".

[12] *In Search of a Monetary Constitution*, Leland B. Yeager (ed.), Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1962. Além disso, Hayek defende o estabelecimento de uma distinção radical entre a pura atividade bancária de depósito (exercida com um coeficiente de caixa de 100%) e os bancos de investimento, que se limitariam a emprestar fundos que os clientes lhe tivesse emprestado anteriormente, concluindo: *"I expect that it will soon be discovered that the business of creating Money does not go along well with the control of large investment portfolios or even control of large parts of industry"* (p. 119-120 da segunda edição de 1978). Pode encontrar-se uma crítica incisiva e acertada às propostas de Hayek sobre a desnacionalização da moeda e o estabelecimento de uma moeda baseada em um índice de mercadorias (que têm apenas uma relação *indireta* com o objeto de estudo deste livro) em Murray N. Rothbard, "The Case for a Genuine Gold Dollar", publicado em *The Gold Standard*, Llewellyn H. Rockwell (ed.), Lexington Books, Lexington, Massachusetts, 1985, pp. 2-7.

dos princípios tradicionais do Direito ao campo bancário. Assim, neste aspecto concreto, a tese do presente livro é apenas o desenvolvimento e a ampliação da originalmente apresentada por Rothbard. Em particular, Rothbard compara o banqueiro que exerce sua atividade com um coeficiente de reserva fracionária com o delinquente que comete o delito de apropriação indébita porque:

> *[He] takes money out of the company till to invest in some ventures of his own. Like the banker, he sees an opportunity to earn a profit on someone else's assets. The embezzler knows, let us say, that the auditor will come on June 1 to inspect the accounts; and he fully intends to repay the 'loan' before then. Let us assume that he does; is it really true that no one has been the loser and everyone has gained? I dispute this; a theft has occurred, and that theft should be prosecuted and not condoned. Let us note that the banking advocate assumes that something has gone wrong only if everyone should decide to redeem his property, only to find that it isn't there. But I maintain that the wrong —the theft — occurs at the time the embezzler takes the money, not at the later time when his 'borrowing' happens to be discovered.*[13]

Embora Rothbard tenha apresentado corretamente os aspectos jurídicos do problema, fê-lo seguindo a tradição jurídica anglo-saxônica e não notou que a cobertura jurídica de sua tese é ainda maior na tradição jurídica da Europa continental, baseada no direito romano, tal como explicamos nos primeiros capítulos deste livro.[14]

---

[13] Murray N. Rothbard, "The Case for a 100 Percent Gold Dollar", The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, 1991, pp. 44-46. A tradução poderia ser a seguinte: "O banqueiro que exerce a sua atividade com um coeficiente de reserva fracionário é comparável à pessoa que tira dinheiro do caixa da empresa para o investir em atividades próprias. Tal como o banqueiro, vê a oportunidade de obter um benefício utilizando os ativos de outra pessoa. O delinquente sabe, digamos, que o auditor virá no dia 1 de junho para inspeccionar as contas; pretende desde logo repor o "empréstimo" antes dessa data. Suponhamos que o faça. Será verdade que ninguém perdeu e todos ganharam? Não concordo com tal afirmação. Foi cometido um roubo, e essa apropriação indébita deveria ser perseguida, e não perdoada. Os partidários da banca assumem que algo está errado apenas se alguém que decida reclamar a sua propriedade descubrir que ela não está disponível. No entanto, eu defendo que o dano — o roubo — ocorre no momento em que o delinquente se apropria do dinheiro, e não posteriormente quando o 'empréstimo' é descoberto."

[14] Em setembro de 1993, apresentei, pela primeira vez, a Murray N. Rothbard o resultado das minhas investigações sobre o fundamento jurídico-romano do depósito bancário e a posição da Escola de Salamanca a esse respeito. Rothbard entusiasmou-se. Mais tarde, encorajou-me a publicar um breve resumo de minhas conclusões em um artigo para *The Review of Austrian Economics*, que, infelizmente, não pôde ver publicado devido ao seu inesperado falecimento a 7 de janeiro de 1995. Outras obras importantes de Rothbard onde o tema é tratado são *What has Government done to our Money?*, Rampart College, Santa Ana, Califórnia, 1974 (reeditado em 1990 pelo Ludwig von Mises Institute da Universidade de Auburn); *The Mystery of Banking*, ob. cit.; *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 703-709; e os artigos "The Myth of Free Banking in Scotland", *The Review of Austrian Economics*, n.º 2, ano de 1988, pp. 229-245, e "Aurophobia: or Free Banking on What

Maurice Allais e a defesa europeia do coeficiente de caixa de 100%

Na Europa, a defesa de um sistema bancário submetido a um coeficiente de caixa de 100% foi protagonizada pelo francês Maurice Allais, Prêmio Nobel da Economia em 1988. De fato, Allais afirmou recentemente que:

> *Le mécanisme du crédit tel qu'il fonctionne actuellement et qui est fondé sur la couverture fractionnaire des dépôts, sur la création de monnaie ex nihilo, et sur le prêt à long terme de fonds empruntés à court terme, a pour effet une amplification considérable des désordres constatés. En fait, toutes les grandes crises des dix-neuvième et vingtième siècles ont résulté du développement excessif du crédit, des promesses de payer et de leur monétisation, et de la spéculation que ce développement a suscitée et rendue possible.*[15]

Embora Maurice Allais cite frequentemente Ludwig von Mises e Murray N. Rothbard e sua análise econômica sobre o efeito da atividade bancá-

Standard?", *The Review of Austrian Economics*, n.º 6, vol. I, 1992, pp. 99-108. Além de Rothbard, nos Estados Unidos, os que atualmente defendem o coeficiente de caixa de 100% para a atividade bancária, dentre outros, Hans-Hermann Hoppe, *The Economics and Ethics of Private Property*, Kluwer Academic Publishers, Dortrecht, Holanda, 1993, pp. 61-93; e "How is Fiat Money Possible? — or The Devolution of Money and Credit", *The Review of Austrian Economics*, vol. VII, n.º 2, 1994, pp. 49-74; Joseph T. Salerno, "Gold Standards: True and False", *The Cato Journal: An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, vol. III, n.º 1, primavera de 1983, pp. 239-267; e também "Mises and Hayek Dehomogenized", *The Review of Austrian Economics*, vol. VI, n.º 2, 1993, pp. 137-146; Walter Block, "Fractional Reserve Banking: An Interdisciplinary Perspective", cap. III de *Man, Economy and Liberty: Essays in Honor of Murray N. Rothbard*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, 1988, pp. 24-32; e Mark Skousen, *The Economics of a Pure Gold Standard*, Praxeology Press, Auburn University, Alabama, 1977 e 1988. O último trabalho é uma tese de doutoramento sobre o coeficiente de caixa de 100% para o sistema bancário, sendo especialmente meritória a exaustiva revisão que faz de toda a bibliografia existente até à data sobre a matéria. Estes teóricos, tal como Rothbard, pertencem à antiga tradição norte-americana, que se remonta a Jefferson e Jackson, de defesa de uma atividade bancária rigorosamente submetida aos princípios do Direito, com coeficiente de caixa de 100%. No século XIX, o teórico mais importante deste movimento foi Amasa Walker, *The Science of Wealth*, Little Brown, Boston, 1867, 3.ª edição, pp. 138-168 e 184-232.

[15] Maurice Allais, "Les conditions monétaires d'une économie de marchés: des enseignements du passé aux réformes de demain", publicado em *Revue d'économie politique*, n.º 3, Maio-Julho de 1993, pp. 319-367. A passagem é retirada da p. 326 e poderia ser traduzida da seguinte forma: "O mecanismo de crédito *tal como funciona atualmente*, baseado na cobertura fracionária de depósitos, a criação de dinheiro *ex nihilo* e o empréstimo a longo prazo de fundos emprestados a curto prazo, agrava substancialmente as perturbações referidas. De fato, todas as grandes crises do século XIX e do século XX foram resultado de um desenvolvimento excessivo do crédito, das promissórias e da monetarização e especulação provocadas e possibilitadas por esta expansão" (grifos nossos). As teses de Maurice Allais, que foram lançadas ao grande público em um conhecido artigo publicado no *Le Monde* a 29 de outubro de 1974 com o título "Les faux monnayeurs" encontram-se nos capítulos VI-IX do livro *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann Éditeurs, setembro de 1989, pp. 155-257. Também na França foi publicada, em 1994, a minha avaliação crítica do sistema bancário com reserva fracionária em: Jesús Huerta de Soto, "Banque centrale ou banque libre: le débat théorique sur les réserves fractionnaires", *Journal des économistes et des études humaines*, Paris e Aix-en-Provence, vol. V, n.º 2/3, junho-setembro de 1994, pp. 379-391.

ria com reserva fracionária como geradora de crises econômicas seja impecável e esteja muito influenciada pela teoria austríaca do ciclo econômico, a verdade é que, no final, o autor propõe a manutenção do banco central como responsável último pelo controle e crescimento da base monetária (a uma percentagem pré-fixada de 2% ao ano).[16] Allais considera que apenas o estado, e não os banqueiros, deve tirar proveito do efeito de expropriação decorrente da possibilidade de criar moeda. Assim, a sua proposta de 100% não é apenas a consequência lógica da aplicação de princípios tradicionais do Direito, como acontece com Murray N. Rothbard. Trata-se, sobretudo, de um instrumento que facilitará aos governos o exercício de uma política monetária estável ao impedir a expansão elástica e perturbadora do crédito gerado do nada por todo o sistema bancário com reserva fracionária. Neste sentido, Maurice Alllais não faz mais do que seguir a antiga tradição da Escola de Chicago a favor do coeficiente de caixa de 100% para tornar mais eficaz e previsível a política monetária dos governos.

A antiga tradição da Escola de Chicago a favor do coeficiente de reserva de 100%

A prescrição da Escola de Chicago a favor do coeficiente de caixa de 100% remonta a um escrito anônimo de seis páginas intitulado "Banking and Currency Reform" que Henry C. imons, Lloyd W. Mints, Aaron Director, Frank H. Knight, Henry Schultz, Paul H. Douglas, Albert G. Hart e outros puseram em circulação em

[16] Ver, por exemplo, as citações de Murray N. Rothbard incluídas nas pp. 316, 317 e 320 do livro de Maurice Allais *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, já citado, Ver também as referências a Amasa Walker na p. 317 e, sobretudo, a Ludwig von Mises, cujo livro *The Theory of Money and Credit* é perfeitamente conhecido por Allais, que o cita em diversos lugares, entre outros, nas pp. 355, 307 e 317. Além disso, Maurice Allais presta uma apaixonada homenagem a Ludwig von Mises, quando refere o seguinte: *"Si une société libérale a pu être maintenue jusqu'à présent dans le monde occidental, c'est pour une grande part grâce à la courageuse action d'hommes comme Ludwig von Mises (1881-1973) qui toute leur vie ont constamment défendu des idées impopulaires à l'encontre des courants de pensée dominants de leur temps. Mises était un homme d'une intelligence exceptionnelle dont les contributions a la science économique ont été de tout premier ordre. Constamment en butte à de puissantes oppositions, il a passé ses dernières années dans la gêne, et sans l'aide de quelques amis, il n'aurait guère pu disposer d'une vie décente. Une société qui n'est pas capable d'assurer à ses élites, et en fait à ses meilleurs défenseurs, des conditions de vie acceptables, est une société condamnée"* (p. 307). Embora na prática Maurice Allais coincida plenamente com a análise e as prescrições da Escola Austríaca em matéria monetária e dos ciclos, distancia-se claramente da mesma ao abraçar o desenvolvimento matemático do modelo do equilíbrio geral, o que dá ensejo a erros profundos na análise, que comentei noutro lugar (Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., pp. 248-249). Assim, Pascal Salin concluiu que Maurice Allais não pode ser classificado como um economista liberal do estilo de Hayek, mas antes um "engenheiro social" que a nível individual possui fortes conotações liberais e cuja análise da Escola Austríaca classificaria claramente de "construtivista" ou "cientificista". Ver Pascal Salin, "Un économiste liberal?", artigo no prelo, p. 12. Salin publicou um trabalho em que analisa a teoria austríaca do ciclo econômico e as prescrições de política bancária que dela se derivam. Ver Pascal Salin, "Macro-Stabilization Policies and the Market Process", *Economic Policy and the Market Process: Austrian and Mainstream Economics*, Groenveld, K., Maks, J.A.H. e Muysken, J. (eds.), North-Holland, Amesterdã, 1990, pp. 201-221.

16 de março de 1933.[17] Este plano de reforma bancária da Escola de Chicago foi mais tarde ampliado por Albert G. Hart no seu artigo "The 'Chicago Plan' of Banking Reform", publicado em 1935. Neste artigo, Hart reconhece expressamente que a paternidade da proposta corresponde, em última instância, como já vimos, ao professor Ludwig von Mises.[18] Mais tarde, em novembro de 1935, James W. Angell publicou um exaustivo artigo em defesa dessa posição e analisando seus diferentes aspectos, com o título "The 100 Percent Reserve Plan",[19] seguido de um trabalho de Henry C. Simons intitulado "Rules *versus* Authorities in Monetary Policy", de fevereiro de 1936.[20]

Henry C. Simons é o teórico da Escola de Chicago que mais se aproxima da tese de que o coeficiente de reserva de 100%, mais do que uma mera proposta de política econômica, é uma exigência da estrutura institucional de regras fundamental para uma economia de mercado funcionar corretamente. De fato, segundo Simons:

> A democratic, free-enterprise system implies, and requires for its effective functioning and survival, a stable framework of definite rules, laid down in legislation and subject to change only gradually and with careful regard for the vested interests of participants in the economic game.[21]

No entanto, Henry C. Simons defende o coeficiente de caixa de 100% com o objetivo essencial de restaurar o controle completo do

[17] Ver Ronnie J. Phillips, *The Chicago Plan & New Deal Banking Reform*, M.E. Sharpe, Armouk, Nova York 1995, pp. 191-198.

[18] Albert G. Hart, "The 'Chicago Plan' of Banking Reform", *Review of Economic Studies*, n.º 2, 1935, pp. 104-116. A referência aos professores Mises e Hayek encontra-se no rodapé da p. 104. Outro curioso antecedente do Plano de Chicago encontra-se no livro de Frederick Soddy, Prêmio Nobel de Química, *Wealth, Virtual Wealth and Debt*, E.P. Dutton, Nova York 1927, e do qual Knight fez uma recensão positiva nesse mesmo ano, "Review of Frederick Soddy's *Wealth, Virtual Wealth and Debt*", *The Saturday Review of Literature*, 16 de Abril de 1927, p. 732.

[19] James W. Angell, "The 100 Percent Reserve Plan", *The Quarterly Journal of Economics*, novembro de 1935, vol. L, n.º 1, pp. 1-35.

[20] Henry C. Simons, "Rules *versus* Authorities in Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, XLIV, n.º 1, fevereiro de 1936, pp. 1-30.

[21] Henry C. Simons, "Rules *versus* Authorities in Monetary Policy", ob. cit., reeditado como cap. VII do livro *Economic Policy for a Free Society*, The University of Chicago Press, Chicago, 1948, pp. 160-183. A passagem aparece na p. 181 e poderia ser traduzida da seguinte forma: "Um sistema democrático de livre empresa exige e requer para o funcionamento e a sobrevivência efetiva um quadro estável de regras definidas, estabelecidas na legislação e sujeitas a mudanças apenas graduais e efetuadas considerando cuidadosamente os interesses particulares dos participantes no jogo econômico." É muito significativo que esta análise jurídico-institucional de Simons se encontre incluída precisamente no artigo em que faz a sua proposta de reforma bancária baseada no 100% de coeficiente de caixa.

governo sobre a quantidade e valor da moeda em circulação. A proposta tinha sido efetuada um ano antes, em um panfleto intitulado "A Positive Program for Laissez- Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy" e publicado em 1934, onde afirmava que os bancos de depósito que mantivessem:

> *100 per cent reserves, simply could not fail, so far as depositors were concerned, and could not create or destroy effective money. These institutions would accept deposits just as warehouses accept goods. Their income would be derived exclusively from service charges — perhaps merely from moderate charges for the transfer of funds by check or draft* [...] *These banking proposals define means for eliminating the perverse elasticity of credit which obtains under a system of private, commercial banking and for restoring to the central government complete control over the quantity of effective money and its value."*[22]

Às contribuições de Simons[23] seguiram-se as de Fritz Lehmann, publicadas no seu artigo "100 Percent Money",[24] bem como o artigo editado em setembro de 1936 por Frank D. Graham com o título "Partial Reserve Money and the 100 Percent Proposal".[25]

Irving Fisher fez a compilação destas propostas no livro *100 Percent Money*,[26] e, já depois da Segunda Guerra Mundial, foram retomadas com a publicação, em 1948, do livro de Henry C. Simons *Economic Policy for a Free Society* e o de Lloyd W. Mints *Monetary Policy for a Competitive*

---

[22] Henry C. Simons, "A Positive Program for Laissez-Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy", publicado originalmente como "Public Policy Pamphlet", n.º 15, Harry D. Gideonse, University of Chicago Press, Chicago 1934, e reeditado como cap. II de *Economic Policy for a Free Society*, obra já citada, pp. 64-65. A tradução do texto poderia ser a seguinte: "Os bancos de depósitos que mantenham 100% de reservas simplesmente não podem falhar no que se refere aos depositantes, nem podem criar ou destruir dinheiro efetivo. Estas instituições aceitariam os depósitos da mesma forma que os armazéns aceitam depósitos de bens. O seu rendimento derivar-se-ia exclusivamente dos serviços prestados, talvez apenas de cobrar despesas moderadas pela transferência de fundos por intermédio de cheques [...] Esta proposta bancária estabelece os meios para eliminar a perversa elasticidade do crédito que surge no âmbito de um sistema de bancos privados comerciais e para restaurar o completo controle do governo central sobre a quantidade e o valor de moeda efetiva." Sobre Henry Simons, consultar Walter Block, "Henry Simons is Not a Supporter of Free Enterprise", *The Journal of Libertarian Studies*, vol. 16, n.º 4, outono de 2002, pp. 3-36.

[23] Henry C. Simons acrescenta na nota 7 da página 320 da sua obra *Economic Policy for a Free Society* que *"there is likely to be extreme economic instability under any financial system where* the same funds *are made to serve at once* as investment funds for industry and trade *and* as the liquid cash reserves of individuals. *Our financial structure has been built largely on the illusion that funds can at the same time be both available and invested — and this observation applies to our savings banks (and in lesser degree to many other financial institutions) as well as commercial, demand-deposit banking."*

[24] Fritz Lehmann, "100 Percent Money", *Social Research*, vol. III, n.º 1, pp. 37-56.

[25] Frank D. Graham, "Partial Reserve Money and the 100 Percent Proposal", *American Economic Review*, XXVI, 1936, pp. 428-440.

[26] Irving Fisher, *100 Percent Money*, Adelphi Company, Nova York 1935.

Society.[27] Finalmente, em 1959, foi publicado o livro de Milton Friedman *A Program for Monetary Stability*.[28] Tal como os predecessores, Friedman recomenda que "o sistema atual seja substituído por um em que se exija 100% de reservas obrigatórias".[29] A única diferença proposta por Friedman é a do pagamento de juros sobre essas reservas de 100%. Em uma interessante nota de rodapé, Friedman afirma que poderia ser obtida uma aproximação a este objetivo mediante um sistema bancário completamente livre, tal como defende Gary Becker.[30]

Tirando Henry Simons, que é quem mais se aproxima das exigências jurídico-institucionais da proposta do coeficiente de reserva de 100%,[31] a generalidade dos teóricos da Escola de Chicago defenderam-na exclusivamente por razões pragmáticas, acreditando, que com este requisito, a política monetária do governo seria mais fácil e previsível. Assim, os teóricos de Chicago pecavam por ingenuidade ao pensar que os governos poderiam e pretendiam desenvolver uma política

[27] Lloyd W. Mints, *Monetary Policy for a Competitive Society*, Nova York 1950, pp. 186-187.

[28] Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, Nova York, 1959. As ideias de Friedman sobre o coeficiente de 100% foram publicadas pela primeira vez em 1953, no artigo "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *American Economic Review,* vol. 38, n.º 3 (1948), pp. 245-264.

[29] Milton Friedman, ob. cit., p. 104.

[30] Friedman não faz referência a Mises, que, quase cinquenta anos antes, em alemão, e vinte e cinco anos antes, em inglês, já tinha apresentado minuciosamente a mesma teoria. Milton Friedman, ob. cit., nota n.º 10 da p. 106. A proposta de Gary Becker só foi publicada recentemente: Gary S. Becker, "A Proposal for Free Banking", cap. II de *Free Banking*, Volume III: *Modern Theory and Policy*, Lawrence H. White (ed.), Edward Elgar, Aldershot, 1993, pp. 20-25. Embora pudesse ser classificado como pertencente à Escola Neobancária moderna defensora dos sistema bancário livre com reserva fracionária, Gary Becker reconhece que, em todo o caso, a proposta de 100% seria muito superior ao atual sistema bancário e financeiro (p. 24). A crítica de Rothbard a Milton Friedman pode ser encontrada em "Milton Friedman Unraveled", *The Journal of Libertarian Studies,* vol. 16, n.º 4, outono de 2002, pp. 37-54.

[31] Irving Fischer também tratou os aspectos jurídicos do coeficiente de caixa de 100%, afirmando que neste sistema: *"demand deposits would literally be deposits, consisting of cash held in trust for the depositor* [...] *the check deposit department of the bank would become a mere storage warehouse for bearer money belonging to its depositors"*. Irving Fisher, *100 Percent Money*, ob. cit., p. 10. Infelizmente, a teoria econômica subjacente de Fischer era a monetarista, pelo que nunca chegou a entender de que forma a expansão de crédito provocada pela banca com reserva fracionária afetava a estrutura de etapas produtivas da sociedade. Além disso, Fischer propôs o estabelecimento de um *standard* indexado e a manutenção do controle da política monetária por parte do governo, o que, como vimos, levou a uma incisiva crítica de Ludwig von Mises (*Human Action*, ob. cit., pp. 442-443). Particularmente, a utilização da equação de troca monetarista na análise o levou a cometer erros substanciais de análise teórica e de previsão econômica, uma vez que não notou que o crescimento da oferta monetária, além dos efeitos macroeconômicos previstos pela sua fórmula, perturbava a estrutura produtiva alimentando, inexoravelmente, a crise e a recessão. Assim, na segunda metade dos anos vinte, Fischer pensava que a expansão econômica se manteria "indefinidamente", sem perceber que tinha uma base artificial que estava condenada ao fracasso. De fato, a Grande Depressão de 1929 apanhou-o completamente de surpresa e quase o arruinou. Sobre a curiosa personalidade desse economista americano, consultar as obras de Irving N. Fisher, *My Father Irving Fisher*, A Reflection Book, Nova York, 1956, e a biografia de Robert Loring Allen, *Irving Fisher: A Biography*, Blackwell Publishers, Cambridge, Massachusetts, 1993.

estável em todas as circunstâncias.[32] Esta ingenuidade é paralela e semelhante à que, como já vimos, se verifica nos teóricos modernos da Escola Neomonetária defensores do sistema bancário livre com reserva fracionária quando acreditam que os mecanismos espontâneos de liquidação e compensação interbancária poderiam, em todas as circunstâncias, pôr uma trava à expansão simultânea e orquestrada de grande parte dos bancos. Não percebem que, embora com mais limitações do que atualmente, o sistema bancário livre com reserva fracionária não evita a criação de meios fiduciários e, logo, não protege o mercado contra crises econômicas. Por isso, conclui-se que *a única solução adequada para alcançar uma sociedade sem privilégios e ciclos econômicos é a de uma atividade bancária livre, mas submetida ao Direito, ou seja, exercida com um coeficiente de reserva de 100%*.[33]

2
Nossa proposta de reforma do sistema bancário

A proposta de reforma do sistema bancário que se deduz logicamente da análise realizada no presente livro consiste, por um lado, em submeter as instituições relacionadas ao mercado financeiro aos princípios tradicionais do Direito e, por outro, em eliminar os orga-

[32] Como refere Pascal Salin no seu artigo sobre Maurice Allais: *"Toute l'histoire monétaire montre que l'État a refusé de respecter les règles monétaires et que la source ultime de l'inflation provient de ce défaut institutionnel"*. Pascal Salin, "Maurice Allais: un économiste liberal?", ob. cit., p. 11. Não podemos, portanto, confiar que um banco central mais ou menos influenciado pela política de cada momento possa manter, mesmo que queira, uma política monetária que proteja a sociedade dos males do ciclo econômico, mesmo que se estabeleça um coeficiente de caixa de 100% para os bancos privados. Isto acontece porque nada garante que o banco central não possa financiar diretamente as despesas do Estado ou que, por meio de empréstimos aos bancos privados ou por operações em mercado aberto, não possa adquirir títulos de dívida pública em massa e outros em Bolsa, injetando liquidez no sistema via mercado de capitais e distorcendo temporariamente a taxa de juro e a estrutura de etapas produtivas da sociedade, o que ativaria os mecanismos inexoráveis do ciclo econômico provocando uma grande depressão. Este é um argumento *prima facie* contra a manutenção do banco central e que aconselha que o restabelecimento dos princípios do Direito na atividade bancária privada seja acompanhado pela completa liberalização e abolição do banco central. O tradicional intervencionismo da Escola de Chicago é discutido em "Symposium: Chicago versus the Free Market", *The Journal of Libertarian Studies*, vol. 16, n.º 4, outono de 2002.

[33] Também pelo lado keynesiano, James Tobin, Prêmio Nobel de Economia em 1981, propôs um sistema de "deposit currency" que inclui muitos aspectos do Plano de Chicago a favor do 100% de reservas. Ver "Financial Innovation and Deregulation in Perspective", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, n.º 3, 1985, pp. 19-29. Ver ainda os comentários que Charles Goodhart faz à proposta do coeficiente de 100% de Tobin em *The Evolution of Central Banks*, ob. cit., pp. 87 e ss. Mais recentemente, Alex Hocker Pollock voltou a defender um sistema algo semelhante ao coeficiente de caixa de 100% para o sistema bancário no artigo "Collateralized Money: An Idea Whose Time Has Come Again?", *Durrell Journal of Money and Banking*, vol. V, n.º 1, Março de 1993, pp. 34-38. O principal inconveniente na proposta de Pollock é o fato de considerar que o coeficiente de 100% deverá se manter, não em moeda, mas em ativos com um valor de mercado facilmente liquidável.

nismos governamentais que até agora se dedicaram a controlar e dirigir o sistema financeiro. De nossa parte, caso queiramos obter um sistema financeiro e monetário verdadeiramente estável e proteger tanto quanto for humanamente possível nossas economias de crises e recessões será necessário estabelecer: 1) a completa liberdade de escolha de moeda; 2) o sistema de liberdade bancária e a abolição do banco central; e, mais importante, 3) o respeito e o cumprimento por parte de todos os agentes envolvidos no sistema de liberdade bancária das normas e princípios tradicionais do Direito, em geral, e do importante princípio segundo o qual ninguém deve gozar do privilégio de poder emprestar o que recebeu em depósito à vista, em particular. Ou seja, é preciso manter em todos os momentos um sistema bancário com um coeficiente de reserva de 100%. A seguir vamos comentar com mais pormenor cada um dos elementos de nossa proposta

a. A total liberdade de escolha de moeda

Trata-se de privatizar a moeda, eliminando a intervenção do estado e do banco central no que diz respeito à emissão e ao controle do valor. Isto exige a derrogação das disposições de curso legal que obrigam todos os cidadãos a aceitar, mesmo contra a vontade, a unidade emitida pelo estado como meio liberatório de todos os pagamentos. A derrogação das leis de curso legal ou forçoso é, assim, um elemento imprescindível em todo o processo de liberalização do mercado financeiro. Esta “despenalização da moeda”, nas palavras de Hayek, permitiria aos agentes econômicos, dotados de uma informação de primeira mão muito superior quanto às circunstâncias particulares de tempo e lugar, decidirem, em cada caso, o tipo de unidade monetária mais conveniente para os contratos.

Não é possível teorizar *a priori* sobre a evolução futura da moeda. A presente análise teórica se limitará, forçosamente, a constatar que a moeda é uma instituição que surge de forma espontânea, tal como o Direito, a linguagem e outras instituições jurídicas e econômicas que envolvem um enorme volume de informação e vão aparecendo de forma evolutiva, ao longo de um período de tempo muito prolongado, em que participam muitas gerações de seres humanos. Além disso, e tal como acontece com a língua, há uma tendência para a preponderância de determinadas instituições que, no processo social de tentativa e erro, mostram cumprir melhor a função. Só a prova, ao longo do processo evolutivo e espontâneo do mercado, pode fazer com que as instituições mais adequadas para a cooperação social prevaleçam, sem que nenhuma pessoa ou grupo de pessoas disponha da inteligência e informação necessárias para criar *ex novo* este tipo de instituições.

Tais reflexões são plenamente aplicáveis ao surgimento e à evolução da moeda,[34] pelo que, neste campo, devemos ter especial cuidado com as propostas de criação de uma moeda artificial, por muitas vantagens que *a priori* pareçam ter.[35]

Assim, a única interpretação da nossa proposta de liberdade de escolha de moeda é a de que, no processo de transição que analisaremos mais adiante, se privatize o dinheiro atualmente existente substituindo-o pelo dinheiro que ao longo da história e de forma evolutiva, foi prevalecendo de geração em geração; o ouro.[36] De fato, não faz sentido tentar introduzir

---

[34] Sobre a teoria do surgimento das instituições, em geral, e da moeda, em particular, consultar Carl Menger, *Untersuchungen über die Methode der Socialwissenschaften und der Politischen Ökonomie insbesondere*, Duncker & Humblot, Leipzig 1883; e "On the Origin of Money", *Economic Journal*, junho de 1892, pp. 239-255. É preciso ainda recordar o teorema regressivo da moeda enunciado por Ludwig von Mises, segundo o qual o preço ou poder de compra da moeda é determinado pela oferta e procura. Por sua vez, esta é determinada não pelo poder de compra de hoje, mas pelo conhecimento que o ator formou sobre o poder de compra que a moeda tinha ontem. Daí, o poder de compra de ontem ser determinado por uma demanda de moeda que se forma sobre a base do conhecimento que se tinha a respeito do poder de compra de anteontem, e assim sucessivamente até chegar ao momento da história em que, pela primeira vez, um determinado bem começou a ter procura como meio de troca. Assim, este teorema reflete a teoria de Menger sobre o surgimento e a evolução espontânea da moeda, mas aplicada retroactivamente. O teorema regressivo de Mises tem uma importância capital em qualquer projeto de reforma do sistema monetário e explica a razão por que não podem ser dados "saltos no escuro" neste campo, com o objetivo de introduzir *ex novo* sistemas monetários que não sejam o resultado da evolução e que estariam, tal como aconteceu com o Esperanto em relação à língua, irremissivelmente condenados ao fracasso. Sobre o teorema regressivo da moeda, consultar Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 409-410, 425 e 610. Também não pode ser aceita a proposta do meu amigo J. P. Centi de introduzir uma constelação de moedas privadas de tipo "electrônico" que competiriam entre si no contexto (caótico) de taxas de câmbio flexíveis. Esta proposta ignora os fundamentos do teorema regressivo da moeda, confunde a moeda (mercadoria, fiduciário) com o procedimento utilizado para transferi-lo (cheque de papel, cartão de plástico) e, além disso, ignora o resultado da evolução histórica da humanidade no âmbito monetário a favor do ouro. Ver: J. P. Centi, "Toward Fiat Private Competitive Moneys", em *Austrian Economics Today I*, The International Library of Austrian Economics, K.R. Leube (ed.), vol. 7, FAZ Buch, Frankfurt 2003, pp. 89-104. Ver ainda, a próxima nota 103.

[35] A proposta mais conhecida sobre a desnacionalização da moeda foi feita por F.A. Hayek em 1976 no seu *Denationalisation of Money: Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, Institute of Economic Affairs, Londres 1976 (2ª edição de 1978). As intenções de Hayek a favor de padrões monetários artificiais começaram, no entanto, trinta anos antes: "A Commodity Reserve Currency", *Economic Journal*, LIII, n.º 210, junho-setembro de 1943, pp. 176-184 (incluído como cap. X de *Individualism and Economic Order*, ob. cit., pp. 209-219). Embora pensemos que a análise mengeriana que Hayek faz sobre a evolução das instituições é correta e que seria importante que, no campo monetário, houvesse experimentação privada própria dos mercados, consideramos lamentável que, em última instância, Hayek tenha proposto um padrão completamente artificial como nova unidade monetária, constituído por uma cesta de mercadorias variadas. Embora a proposta de Hayek possa ser interpretada como um procedimento para voltar a moeda tradicional (padrão-ouro com um coeficiente de reservas de 100%), é indubitável que Hayek tenha sofrido críticas, sendo chamado de "cientista" e "construtivista" por economistas austríacos que julgaram muito severamente suas propostas. Entre estes teóricos destacam-se Murray N. Rothbard, Hans-Hermann Hoppe e Joseph T. Salerno, "Mises and Hayek Dehomogenized", ob. cit. As mesmas críticas são aplicáveis a Leland B. Yeager, "The Perils of Base Money", ob. cit., p. 262.

[36] Caso prefira, podemos considerar também a prata como padrão metálico subsidiário e paralelo, que poderia coexistir com o ouro, se assim desejassem os agentes econômicos, à taxa de câmbio flutuante determinada pelo mercado em cada momento. É preciso reconhecer ainda que o desaparecimento do uso

abruptamente uma nova unidade monetária geral no mercado fazendo tábua rasa dos milhares de anos de evolução nos quais o ouro prevaleceu como dinheiro de forma espontânea. Além disso, de acordo com o teorema da regressão do dinheiro, a introdução de uma nova unidade monetária seria impossível, uma vez que nenhum tipo de moeda pode ser utilizado em uma sociedade como meio de troca geralmente aceito sem que se sustente em um processo histórico muito prolongado que derive da utilização industrial ou comercial original do bem em questão (tal como ocorreu com o ouro e a prata). Desta forma, a nossa proposta baseia-se em *privatizar a moeda atual substituindo-a pelo equivalente metálico em ouro e deixando que o mercado retome a livre evolução a partir do momento da transição, confirmando o ouro como moeda de aceitação geral ou dando entrada de forma espontânea e gradual a outros padrões monetários.*[37]

b. O sistema de completa liberdade bancária

Com esta segunda proposta pretendemos mostrar que é preciso revogar a legislação bancária e eliminar os bancos centrais, bem como, em geral, quaisquer organismos governamentais dedicados a controlar e intervir no mercado financeiro ou bancário. Deverá ser possível que os bancos se estabeleçam com total liberdade, quer no que diz respeito ao objeto social, quer no que se refere à forma jurídica. Como já foi revelado pelo grande Laureano Figuerola e Ballester em 1869, é preciso deixar "a escolha das formas bancárias ao interesse individual, que saberá eleger as melhores, de acordo com as condições e as circunstâncias de tempo e de local".[38] Contudo, a defesa da liberdade bancária não envolve a admissão de que os bancos possam exercer a atividade com um coeficiente de reserva fracionário. Nesta altura deve ser já completamente claro que o exercício da atividade bancária deve estar submetido

---

monetário da prata foi precipitado pelo estabelecimento por parte dos governos do século XIX de taxas de câmbio fixas entre o ouro e a prata que subvalorizaram artificialmente esta última. Ver Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 724-726.

[37] O padrão-ouro que propomos não tem nada que ver com o padrão-ouro *standard* que se utilizou até aos anos 1930 e que se sustentava na existência de bancos centrais e em um sistema bancário com um coeficiente de reserva fracionária, ou como indica acertadamente Milton Friedman: *"a real honest-to-God gold standard* [...] *would be one in which gold was literally money and money literally gold, under which transactions would literally be made in terms either of the yellow metal itself, or of pieces of paper that were 100 percent warehouse certificates for gold."* Milton Friedman, "Has Gold Lost its Monetary Role?", em *Milton Friedman in South Africa*, Meyer Feldberg, Kate Jowel e Stephen Mulholland (eds.), Graduate School of Business of the University of Capetown, Joanesburgo 1976. Sobre a teoria econômica do ouro, consultar o cap. VIII, "The Theory of Commodity Money: Economics of a Pure Gold Standard" do livro de Mark Skousen *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 265-281.

[38] Laureano Figuerola, *Escritos económicos*, edição e estudo preliminar de Francisco Cabrillo Rodríguez, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid 1991, p. 268. Esta afirmação que nem os próprios Mises e Hayek poderiam ter feito de forma mais acertada e precisa, encontra-se no memorial que Laureano Fiquerola apresentou às Cortes Contituyentes a 22 de fevereiro de 1869.

aos princípios tradicionais do Direito, e que estes exigem a manutenção permanente de um coeficiente de reserva de 100% no que concerne aos depósitos realizados à vista nos bancos. Por isso, o descumprimento desta norma não deve ser justificado pela liberdade bancária, uma vez que não só constitui a violação de um princípio tradicional do Direito como leva a uma cadeia consequências muito negativas para a economia. Os aspectos jurídicos e os econômicos estão intimamente relacionados e não é possível violar impunemente os princípios jurídicos e morais sem que se provoquem graves consequências para o processo espontâneo de cooperação social. Por conseguinte, o limite da liberdade bancária não deverá ser o estabelecido pelo quadro de princípios gerais do Direito. É precisamente nisto que consiste o terceiro elemento essencial da nossa proposta, que vamos comentar a seguir.[39]

c. Submissão de todos os agentes envolvidos no sistema de liberdade bancária às normas e princípios tradicionais do Direito e, em particular, ao coeficiente de 100% de reserva para os depósitos à vista

---

[39] Em suma, trata-se de substituir o atual emaranhado de legislação administrativa sobre o controle e a disciplina das entidades de crédito por uns meros artigos estabelecidos nos códigos penal e comercial. Assim, para o caso espanhol, toda a legislação bancária poderia ser derrogada e substituída simplesmente pelos novos artigos 180 e 182 do Código Comercial cujo texto poderia ter o seguinte teor (escrevemos em itálico aquilo que difere da redação atual):

> Artigo 180: "Os bancos conservarão em metálico nos cofres *a totalidade* do valor dos depósitos e contas correntes e das notas em circulação."
>
> Artigo 182: "O valor das notas em circulação, juntamente com a soma dos depósitos e das contas correntes, não poderá exceder, em nenhum caso, o valor da reserva metálica *de que cada banco disponha em qualquer momento*" (desaparece "a anotação" existente no artigo 182 vigente que ao valor da reserva metálica acrescenta "os valores em carteira realizáveis em um prazo máximo de 90 dias").

Nos artigos do Código Comercial, não é preciso fazer referência às operações realizadas em fraude da lei para mascarar um verdadeiro contrato de depósito (operações com pacto de recompra, com opções *put* americanas, etc.), uma vez que pela própria técnica jurídica da doutrina seriam nulas. No entanto, e para evitar a possibilidade de que alguma inovação financeira acabe por se converter em moeda antes da declaração jurisprudencial de nulidade, conviria acrescentar ao art. 180 o seguinte: "*A mesma obrigação dever ser cumprida por todas as pessoas físicas e jurídicas que, em fraude à lei, realizem negócios jurídicos que mascarem um verdadeiro contrato de depósito de moeda.*"

No que diz respeito ao Código Penal, as reformas a efetuar no caso espanhol seriam muito reduzidas. No entanto, para esclarecer ainda mais o conteúdo do artigo 252 do novo Código Penal e torná-lo compatível com a redação que propomos para os artigos 180 e 182 do Código Comércial, a formulação deveria ser a seguinte:

> Artigo 252: "Serão castigados com as penas assinaladas os que, em prejuízo de outrem, desviarem ou se apropriarem de moeda, bens ou qualquer outra coisa móvel ou ativo patrimonial que tiver recebido em depósito, *depósito irregular ou bancário de moeda*, comissão ou administração ou por *qualquer* outro título *semelhante* que produza obrigação de entrega ou devolução ou quem negar tê-los recebido [...] A referida pena será agravada em 50% no caso de depósito necessário, *depósito irregular ou bancário de moeda ou qualquer outro negócio que mascare, em fraude de lei, a realização de um depósito irregular de moeda.*"

Estas simples modificações no Código Comercial e no Penal permitiriam a revogação de toda a legislação de controle bancário que existe atualmente na Espanha, submetendo aos tribunais ordinários de Justiça a apreciação das condutas individuais que possam ser suspeitas de incorrerem em alguma das proibições mencionadas (com todas as garantias, como é óbvio, próprias de um Estado de Direito e que hoje primam pela ausência em grande parte dos atos administrativos de controle bancário).

Pouco nos resta aqui acrescentar em relação à proposta de estabelecimento do coeficiente de reserva de 100% para a atividade bancária. Toda a análise deste livro se dedica a justificar este terceiro elemento da nossa proposta, que se encontra íntima e logicamente ligado aos outros dois. De fato, a única forma de eliminar o órgão central de planificação estatal relacionado com a moeda e ao sistema financeiro (banco central) é permitir que a sociedade volte a utilizar a moeda privada que de forma evolutiva surgiu ao longo da história (o ouro e, em menor grau, a prata). Da mesma forma, uma economia de mercado livre só pode funcionar com base na estrutura constituída pelas normas do direito material que, aplicadas a cada caso da atividade bancária, exigem o estabelecimento de um sistema bancário completamente livre, mas em que seja sempre respeitado o princípio da manutenção de um coeficiente de caixa de 100% nos contratos de depósito à vista.

A combinação dos três elementos anteriores constitui o núcleo essencial de uma proposta para reformar e privatizar definitivamente o sistema monetário e bancário moderno, libertando-o dos obstáculos que o perturbam atualmente e, em especial, da intervenção do banco central e dos privilégios concedidos pelo estado aos agentes mais importantes do setor financeiro. Com esta reforma seria possível o desenvolvimento de instituições bancárias verdadeiramente consonantes com a economia de mercado, que facilitariam a acumulação de capital *bem investido* e o desenvolvimento econômico, evitando os desajustamentos e as crises provocados pelo sistema atual, fortemente controlado e centralizado.

Como seria o sistema financeiro e bancário em uma sociedade inteiramente livre?

Podemos afirmar, em consonância com Israel M. Kirzner, que hoje é impossível saber qual é o conhecimento e quais são as instituições que serão criadas de forma espontânea pelos empresários que participem no sistema financeiro e bancário do futuro livremente se puderem atuar sem sofrer nenhum tipo de coerção institucional por parte do estado e se estiverem submetidos apenas ao quadro jurídico de normas materiais exigido pelo funcionamento de qualquer mercado. Como sabemos, a mais importante de todas as normas é o princípio do coeficiente de reserva de 100%.[40]

---

[40] *"We are not able to chart the future of capitalism in any specificity. Our reason for this incapability is precisely that which assures us the economic future of capitalism will be one of progress and advance. The circumstance that precludes our viewing the future of capitalism as a determinate one is the very circumstance in which, with entrepreneurship at work, we are no longer confined by any scarcity framework. It is therefore the very absence of this*

Independentemente do que acabamos de dizer, podemos intuir, em consonância com F. A. Hayek,[41] um desenvolvimento espontâneo de um conglomerado de sociedades e fundos de investimento (*mutual fund banking*)[42], nos quais seria investida uma parte dos "depósitos" atuais. Graças à existência de importantes mercados secundários, estes fundos de investimento estariam dotados de grande liquidez, mas, como é lógico, não dariam aos participantes a garantia de receber em qualquer altura o valor nominal das contribuições. Tal como no caso de qualquer outro título no mercado secundário de valores, este estaria sujeito à evolução do valor de mercado das participações correspondentes. Desta forma, uma mudança súbita (mas pouco provável) na taxa social de preferência temporal daria lugar a oscilações generalizadas no valor das referidas participações. Estas variações de valor afetariam apenas os possuidores das respectivas participações, e não, como acontece agora, todos os cidadãos, que, ano após ano, assistem a uma diminuição significativa do poder de compra das unidades monetárias de origem estatal que são obrigados a utilizar.

É muito possível que, juntamente com este sistema generalizado de fundos de investimento, se desenvolva toda uma rede de entidades dedicadas a proporcionar serviços de pagamento, de transferências, de contabilidade e, em geral, serviços de caixa para os clientes. Estas entidades operariam em concorrência livre e cobrando os respectivos preços de mercado pela prestação dos serviços.

Por fim, e *sem qualquer ligação com o crédito*, é possível o desenvolvimento de um conjunto de entidades privadas dedicadas à extração,

---

element of determinacy and predictability that, paradoxically, permits us to feel confidence in the long-run vitality and progress of the economy under capitalism." Israel M. Kirzner, *Discovery and the Capitalist Process*, The University of Chicago Press, Chicago e Londres, 1985, p. 168.

[41] F.A. Hayek, *Denationalization of Money: The Argument Refined*, 2.ª edição ampliada, Institute of Economic Affairs, Londres 1978, pp. 119-120.

[42] Sobre o desenvolvimento desta rede de fundos de investimento mobiliário (*mutual fund banking*), consultar o artigo de Joseph T. Salerno "Gold Standards: True and False", publicado em *The Cato Journal*, vol. III, n.º 1, primavera de 1986, e especialmente as pp. 257-258. Não é verdade que as participações nestes fundos de investimento acabariam por se converter em moeda, uma vez que não são títulos representativos de participações no mercado mobiliário e não garantiriam a possibilidade de recuperar o valor nominal dos investimentos efetuados, que estariam sempre submetidos à evolução do preço de mercado das respectivas obrigações e/ou ações. Ou seja, apesar da grande liquidez que poderiam alcançar, esta nunca seria imediata nem se referiria ao valor nominal que por definição têm as unidades monetárias. De fato, qualquer pessoa que precisasse de liquidez se veria obrigada a encontrar no mercado outra que estivesse disposta a fornecê-la pagando em ouro o valor de mercado das respectivas participações no fundo de investimento que desejasse vender. Assim, os fundos de investimento não podem assegurar nem o valor do capital investido ao adquirir a participação nem a taxa de juro do investimento. E caso se "assegurar" a liquidez, será apenas no sentido de que é relativamente fácil vender as participações do fundo no mercado (embora também não exista qualquer garantia de que a venda se possa levar a efeito em todas as circunstâncias, nem muito menos a um preço predeterminado).

concepção e oferta das diferentes formas de moeda privada, ganhando, também, uma margem de lucro (seguramente pequeno) pela prestação dos serviços. Dizemos "extração" porque não temos qualquer dúvida de que, em um ambiente de liberdade completa, prevalecerá sempre uma forma de moeda metálico, que, pelo menos, reúna as características essenciais que até agora só o ouro ofereceu. São elas: imutabilidade, grande homogeneidade e, sobretudo, escassez, uma vez que a moeda cumpre melhor sua função se for mais escassa e, também, se for mais difícil que haja aumentos ou diminuições significativas do volume em prazos relativamente curtos de tempo.[43]

3
Análise das vantagens dos sistema proposto

Nesta seção, vamos analisar as principais vantagens comparativas que um sistema bancário livre submetido ao Direito, com um coeficiente de caixa de 100%, e utilizando uma forma de moeda completamente privada (ouro), tem sobre um sistema de planificação financeira central (banco central) que controla atualmente o sistema bancário e financeiro de todos os países.

1. *O sistema proposto evita as crises bancárias.* — Efetivamente, até os defensores mais famosos do sistema bancário livre com reserva fracionária reconheceram que o estabelecimento do coeficiente de caixa de 100% acabaria com as crises bancárias.[44] De fato, as crises dos bancos advêm da inerente falta de liquidez destas instituições quando exercem a atividade usando a maior parte da moeda que recebem em depósitos à vista para conceder empréstimos. Se for exigido, em conformidade com os princípios tradicionais do Direito que regulam o depósito irregular, que aquele que recebe a moeda mantenha sempre um *tatundem* equivalente a 100% da quantia recebida, é evidente que os depositantes poderão retirar em qualquer momento o valor depositado sem submeter os respectivos bancos a qualquer tipo de tensão financeira.

É possível que os bancos, no exercício de outras atividades diferentes das do depósito, por exemplo, atuando como intermediários

[43] Assim, não é por um capricho da história que o ouro acabou por prevalecer em um contexto de liberdade como moeda geralmente aceita, uma vez que reúne as características essenciais que, do ponto de vista dos princípios gerais do Direito e da teoria econômica, um meio de troca geralmente aceito deverá ter. Neste campo, como em muitos outros (família, direito de propriedade, etc.), a teoria econômica tem vindo a apoiar os resultados espontâneos do processo de evolução social.

[44] Entre outros, George A. Selgin para quem "a 100-percent reserve banking crisis is an impossibility". George A. Selgin, "Are Banking Crises a Free-Market Phenomenon?", ob. cit., p. 2.

dos empréstimos, cheguem a ter dificuldades econômicas como consequência de erros empresariais ou de má gestão. No entanto, nestes casos, a simples aplicação dos princípios do direito concursal[45] será suficiente para liquidar ordeiramente este tipo de operações dos bancos, *sem afetar em nada* a garantia de devolução dos depósitos recebidos à vista. Do ponto de vista jurídico e econômico, este segundo tipo de "crises" bancárias não tem qualquer relação, nem qualitativa nem quantitativamente, com as tradicionais crises que afetaram os bancos desde que estes começaram a atuar com um coeficiente de reserva fracionária. A única possibilidade de evitá-las é precisamente acabar com este tipo de atividade.

2. *O sistema proposto evita as crises econômicas cíclicas.* — Como vimos, teórica e historicamente, os ciclos sucessivos de auge artificial e recessão econômica afetam as economias de mercado desde que os bancos começaram a atuar com um coeficiente de reserva fracionária e, de forma ainda mais profunda, quando começaram a fazê-lo legalmente depois da obtenção do respectivo privilégio do governo, sobretudo depois da criação do banco central como emprestador de última instância capaz de proporcionar ao sistema a liquidez necessária em momentos de apuro. E embora o banco central tenha reduzido a frequência das crises bancárias, não foi capaz de acabar com as recessões econômicas que, pelo contrário, em muitos casos se tornaram mais graves e profundas.

Um sistema bancário respeitador dos princípios tradicionais do Direito de propriedade (coeficiente de caixa de 100 %) protegeria as nossas sociedades de crises econômicas recorrentes. De fato, nessas condições não seria possível a existência de uma expansão artificial do crédito sem que, *previamente*, se tivesse verificado um crescimento paralelo da poupança voluntária e real da sociedade. Assim, não é possível imaginar uma distorção da estrutura produtiva, resultado da descoordenação entre o comportamento dos agentes econômicos que investem e o dos que poupam. A melhor garantia para evitar os desajustamentos intertemporais na estrutura produtiva é o cumprimento dos princípios tradicionais do Direito que se encontram inseridos na lógica mais íntima das instituições jurídicas relacionadas com o contrato de depósito irregular e com o direito de propriedade.[46]

---

[45] Ver: Francisco Cabrillo, *Quiebra e liquidación de empresas: un análisis económico del derecho español*, Unión Editorial, Madrid 1989.

[46] Um definição correta do direito de propriedade no que ao contrato bancário de depósito de moeda diz respeito (coeficiente de caixa de 100%) e uma defesa adequada e exigente desse direito é, pois, o único requisito para alcançar um "sistema monetário estável", objetivo que o próprio papa João Paulo II considerava ser uma das responsabilidades essenciais do Estado na Economia. Ver: João Paulo II, *Centesimus*

É evidente que, ao contrário do que acreditavam os teóricos da Escola de Chicago (que defenderam o coeficiente de caixa de 100% para os bancos), o objetivo de acabar com as crises e recessões econômicas exige também a privatização completa da moeda (padrão-ouro puro). Isto porque, caso se mantenha o banco central como instituição responsável pela emissão de moeda puramente fiduciária, nunca haveria a garantia de que esta instituição não conseguisse, via operações de mercado aberto na bolsa de valores, reduzir temporária e artificialmente as taxas de juro e injetar uma liquidez artificial nos mercados de capital, que, no fim, teria exatamente os mesmos efeitos descoordenadores sobre a estrutura produtiva de uma expansão de crédito iniciada pelos bancos privados sem cobertura de poupança real.[47] Os principais teóricos da Escola de Chicago que defenderam o requisito de 100% das reservas (Simons, Mints, Fisher, Hart e Friedman), fizeram-no com o objetivo fundamental de facilitar a política monetária e evitar as crises bancárias (ponto 1 anterior). No entanto, devido ao instrumental analítico de tipo macroeconômico-monetarista que utilizavam, não perceberam que, ainda mais grave do que as crises bancárias, eram as crises de natureza cíclica e econômica que o sistema bancário de reserva fracionária impunha sobre a estrutura produtiva. Só a completa abolição dos meios de curso legal ou forçoso e uma privatização completa da moeda estatal atualmente existente poderá evitar que instituições de natureza governamental provoquem ciclos econômicos, mesmo quando é exigido um coeficiente de caixa de 100% para os bancos privados.

Por fim, é preciso reconhecer que o sistema proposto não conseguiria evitar *a totalidade* das crises e recessões econômicas, mas apenas os ciclos recorrentes de auge e depressão que sofremos atualmente (e que, em termos de gravidade e número são a imensa maioria). Continuaríamos sem poder evitar as crises isoladas e pontuais que tenham origem, por exemplo, em guerras, catástrofes naturais e fenômenos similares, que, por afetarem rápida e subitamente a confiança dos agentes econômicos e suas valorações de preferência temporal, deem lugar a choques na estrutura produtiva que exigem importantes e dolorosos reajustamentos. Contudo, não vamos nos deixar enganar pensando, como faz um setor da doutrina (basicamente os teóricos da chama-

annus: Aos Veneráveis Irmãos no Episcopado ao Clero às Famílias religiosas aos Fiéis da Igreja Católica e a todos os Homens de Boa Vontade no centenário da Rerum Novarum, Libreria Editrice Vaticana, 2003. No mesmo lugar, João Paulo II refere que a economia de mercado "não se pode realizar em um vazio institucional, jurídico e político", em perfeita consonância com a exigência que defendemos neste livro quanto à aplicação dos princípios jurídicos ao campo concreto do contrato de depósito bancário de moeda.

[47] Como sabemos, o governo poderá também provocar descoordenação *horizontal* (intratemporal) na estrutura produtiva se financiar parte dos gastos com base na emissão de novos meios de pagamento.

da "nova macroeconomia clássica"), que todas as crises econômicas se devem à existência de choques externos, sem ser capazes de reconhecer que a maioria tem uma origem endógena autoalimentada precisamente pela expansão de crédito produzida pelo setor bancário e orquestrada pelos bancos centrais. Na ausência desse efeito perturbador sobre o crédito, o número de choques seria reduzido ao mínimo, não só por desaparecer a principal causa da instabilidade que afeta as nossas economias, mas também porque, como veremos adiante, ao haver uma maior disciplina no comportamento fiscal dos governos, o sistema proposto abortaria a tempo muitas políticas geradoras de irresponsabilidade financeira e até de violência, conflitos e guerras que, em última instância, são também, sem dúvida, responsáveis pelo aparecimento pontual de choques externos que afetam muito negativamente a economia.

3. *O sistema proposto é o que está mais em conformidade com o direito de propriedade*. — O estabelecimento de um coeficiente de reserva de 100% nos contratos de depósito à vista realizados com os bancos apaga o *pecado original* que viciou juridicamente o nascimento desta instituição. Como vimos no nosso estudo histórico sobre a evolução dos bancos, os governos são responsáveis por, em um primeiro momento, terem ignorado o caráter fraudulento da atividade bancária com reserva fracionária e, em um segundo momento, quando perceberam melhor os efeitos do sistema, por, em vez de terem definido e defendido adequadamente os princípios tradicionais do direito de propriedade, terem se tornado cúmplices e, mais tarde, os principais impulsionadores dos correspondentes processos expansivos, sempre com o objetivo de conseguir um financiamento mais fácil para os seus projetos políticos. A evolução da instituição à margem dos princípios jurídicos só teve consequências negativas: levou a que fosse cometido todo o tipo de comportamentos fraudulentos e irresponsáveis; gerou expansões de crédito artificiais e, de forma recorrente, recessões econômicas e crises sociais muito prejudiciais; e, em última instância, tornou inevitável o aparecimento do banco central e de todo um emaranhado de regulamentos administrativos sobre temas financeiros e bancários que não conseguiu atingir os objetivos e que surpreendentemente, ainda hoje, já no século XXI, continua a atuar da mesma forma desestabilizadora sobre as economias do mundo.

4. *O modelo proposto fomenta um crescimento econômico estável e sustentado que reduz ao máximo as tensões e os custos de transação trabalhista e de outros tipos relacionados com o desenvolvimento econômico*. — Mais de noventa anos de inflação crônica mundial e expansão de crédito continuada e, em muitos períodos, completamente des-

controlada corromperam os hábitos de comportamento dos agentes econômicos, de forma que, hoje em dia, a maioria das pessoas pensa que a inflação e a expansão de crédito são necessárias para estimular o desenvolvimento econômico. Além disso, generalizou-se a opinião de que quando uma economia não experimenta um *boom* econômico é porque se encontra em uma situação de "estagnação". As pessoas não reconhecem que é sempre provável que as expansões econômicas rápidas e exageradas tenham uma causa artificial e que deverão reverter inevitavelmente em forma de recessão. Em síntese, habituamo-nos a viver em economias *maníaco-depressivas* e adaptamos o nosso comportamento a um esquema instável e perturbador de desenvolvimento econômico.

No entanto, depois da reforma proposta, este modelo "maníaco-depressivo" de desenvolvimento econômico poderia ser substituído por outro muito mais estável e sustentado. De fato, não só seriam evitadas as expansões artificiais, com a tensão envolvida a todos os níveis (econômico, meio-ambiental, social e pessoal), como as inevitáveis recessões que chegam depois de cada expansão. No modelo proposto, o sistema monetário seria rígido e inelástico, tanto no que se refere ao crescimento da quantidade de moeda em circulação como, sobretudo, no que diz respeito às possíveis diminuições ou contrações. Efetivamente, o coeficiente de caixa de 100% impediria o aumento expansivo da oferta monetária em forma de créditos, sendo que esta oferta só aumentaria de forma natural na mesma proporção do aumento anual do estoque mundial de ouro. O estoque mundial de ouro tem vindo a aumentar a uma média situada entre 1 e 3% ao ano durante os últimos cem anos.[48] Assim, supondo um aumento médio da produtividade em torno de 3%, o modelo de crescimento econômico com um sistema monetário padrão-ouro puro e um coeficiente de 100% para os bancos provocaria uma *redução suave e constante dos preços dos bens e serviços de consumo*, que não só é perfeitamente compatível, do ponto de vista

[48] Ver a Mark Skousen, "The Theory of Commodity Money: Economics of a Pure Gold Standard", em *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 269-271. Skousen explica também que, dado o caráter imutável do ouro, o seu estoque mundial, acumulado ao longo da história, não se reduz, apenas aumenta, pelo que, *ceteris paribus*, um volume igual de produção mundial de ouro dá origem a um crescimento cada vez mais reduzido, em termos percentuais, da oferta monetária. No entanto, essa circunstância é compensada pelas melhorias e inovações tecnológicas no setor da extração, que fazem com que o volume mundial de ouro tenha crescido a uma média anual de entre 1 e 3% desde 1910. Por seu lado, Mises indica que o crescimento anual do estoque mundial de ouro tende a ajustar-se ao aumento gradual e secular da procura de moeda que é consequência do aumento da população. Assim, se esta cresce de 1 a 3% (ritmo parecido com o do aumento do ouro), a diminuição do nível de preços seria de cerca de 3% e os juros nominais oscilariam entre 0,25 e 1 % (assumindo um aumento médio da produtividade geral da economia de 3%). Ver *Human Action*, ob. cit., pp. 414-415. Mises não refere que a sã deflação secular causada pelo aumento da produtividade tende a provocar, *ceteris paribus,* uma diminuição gradual da procura de moeda, que faz com que as reduções nominais da taxa de juro não sejam tão evidentes.

teórico e prático, com um desenvolvimento continuado e sustentado da economia, como garante que os resultados beneficiem todos os cidadãos em forma de aumento constante do poder de compra das suas unidades monetárias.[49]

Este modelo de aumento de produtividade e desenvolvimento econômico com uma oferta monetária que cresce a um ritmo reduzido (à volta de 1 %) gera, pela diminuição dos preços (assumindo um aumento de produtividade de 3% e um aumento da oferta monetária de 1%, os preços tenderiam a descer cerca de 2% ao ano), um aumento nos rendimentos reais dos fatores de produção e, sobretudo, dos salários, o que reduziria enormemente os custos de transação que se derivam atualmente da negociação coletiva. Neste modelo, os rendimentos reais de todos os fatores de produção, especialmente os dos trabalhadores, seriam atualizados automaticamente, o que permitiria a eliminação da negociação coletiva, que gera atualmente tantas tensões e conflitos nas economias ocidentais. De fato, esta negociação ficaria reduzia a casos pontuais nos quais, por exemplo, um maior aumento da produtividade ou do preço de mercado dos serviços laborais correspondentes levasse à necessidade de negociar aumentos de rendimentos ainda maiores do que os que se verificariam automaticamente todos os anos, com a diminuição do nível geral dos preços. Alem disso, nestes casos, nem sequer seria necessária a intervenção dos sindicatos (embora não se exclua essa possibilidade), uma vez que as próprias forças de mercado, movidas pelo desejo empresarial de obter lucros, provocariam espontaneamente os aumentos de rendimentos que se justificassem em termos relativos. Desta forma, na prática, a negociação coletiva ficaria limitada a casos isolados em que, ao verificar-se um aumento da produtividade inferior à média, fosse necessário efetuar determinadas reduções nos salários nominais (em todo o caso, geralmente sempre inferiores à queda do nível geral dos preços).[50]

---

[49] No seu livro *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, Institute of Economic Affairs (I.E.A.), Hobart Paper n.º 132, Londres, 1997, George A. Selgin defendeu que a melhor regra de política monetária é deixar que o nível geral dos preços caia em conformidade com o aumento da produtividade Embora esta proposta nos pareça essencialmente correta pelas razões apresentadas no capítulo VIII, não partilhamos inteiramente a tese de Selgin e, em especial, a de que a melhor medida institucional para alcançá-la seja estabelecer um sistema bancário livre com reserva fracionária.

[50] Mises, no já citado memorando que preparou para a Liga de Nações, expressa de forma brilhante e sintética as ideias anteriores: *"If all expansion of credit by the banks had been effectively precluded, the world would have had a monetary system in which —even apart from the discoveries of gold in California, Australia, and South Africa— prices would have shown a general tendency to fall. The majority of our contemporaries will find that a sufficient ground for regarding such a monetary system as bad in itself,* since they are wedded to the belief that good business and high prices are one and the same thing. But that is a prejudice. *If we had had slowly falling prices for eighty years or more, we would have become accustomed to look for improvements in the standard of living and increases in real income through falling prices with stable or falling money income, rather*

Por fim, é preciso referir que a principal virtude do caráter rígido do sistema monetário proposto consiste em fazer com que seja *impossível* que ocorram contrações ou diminuições súbitas na oferta monetária, tal como se verificam agora de forma inevitável na etapa recessiva do ciclo econômico que segue qualquer expansão. Por conseguinte, a vantagem mais importante da reforma que propomos é, talvez, a eliminação completa da etapa de contração de crédito que se verifica sempre depois do *boom* e que é um dos sinais mais importantes das crises econômicas que afetam nossas economias de forma recorrente. O estoque mundial de ouro é imutável e acumulou-se ao longo da história da civilização, pelo que a redução súbita e significativa é inimaginável em qualquer momento futuro. Uma das características mais importantes do ouro e, quiçá, a mais influente para a preponderância evolutiva como moeda por excelência, é a homogeneidade, imutabilidade e permanência ao longo dos séculos. Por isso, a principal vantagem do modelo que propomos é que, do ponto de vista da quantidade de moeda em circulação, evitaria a repetição das diminuições súbitas do volume do crédito, e, logo, da moeda em circulação, que até hoje têm vindo a afetar os sistemas monetários e de crédito "elásticos" que imperam no mundo. Em suma, o padrão-ouro puro com 100% de reservas impede o aparecimento de deflações, entendidas como toda a diminuição da quantidade de moeda ou crédito em circulação.[51]

5. *O sistema proposto acabaria com a especulação financeira febril e com os efeitos negativos decorrentes.* — Fechar a caixa de Pandora da criação de moeda pela expansão de crédito por parte dos bancos implica, também, eliminar os incentivos que provocam todo o tipo de comportamentos individuais inescrupulosos e fraudulentos e que têm efeitos tremendamente negativos, corrompendo os hábitos estabelecidos da poupança e do trabalho bem feito; ou seja, do esforço econômico efetuado de forma constante, honesta, responsável e com

than through increases in money income. At any rate, a solution to the difficult problem of reforming our monetary and credit system must not be rejected offhand merely for the reason that it involves a continuous fall in the price level. Above all, we must not allow ourselves to be influenced by the evil consequences of the recent rapid *fall in prices.* A slow and steady decline of prices cannot in any sense be compared with what is happening under the present system: namely, sudden and big rises in the price level, followed by equally sudden and sharp falls." Ludwig von Mises, *Money, Method and the Market Process*, ob. cit., pp. 90-91. Itálico acrescentado.

[51] É preciso recordar que durante a Grande Depressão de 1929 houve uma contração da oferta monetária próxima dos 30%. Este tipo de contrações seria impossível com um padrão-ouro e um coeficiente de caixa de 100%, uma vez que o sistema monetário que propomos tem um caráter inelástico. Assim, no nosso modelo, a contração monetária, que muitos consideram (erroneamente) ter sido a principal causa da Grande Depressão, não se teria produzido em nenhum caso. Por outro lado, e como assinala Mark Skousen (*Economics on Trial: Lies, Myths and Realities*, Business One Irwin, Homewood, Illinois, 1991, pp. 133-138), é muito improvável que o padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100% dê lugar a um crescimento inflacionário dos preços durante algum período. De fato, desde 1942 até hoje, a oferta de ouro nunca cresceu a um percentagem superior a 5%, sendo a média de aumento de entre 1 e 3% ao ano, como já referimos.

os olhos postos no longo prazo.[52] Da mesma forma, seria evitada a especulação desenfreada na bolsa de valores, e as ofertas públicas de aquisição de ações, em si mesmas não prejudiciais, só seriam efetuadas nas situações em que existissem verdadeiras razões objetivas de tipo econômico, e não como mera consequência da grande facilidade de obter financiamento externo graças à expansão de crédito criada do nada pela banca. Ou seja, como diz Maurice Allais:

> *Les offres publiques d'achat sont fondamentalement utiles, mais la législation les concernant doit être réformée. Il n'est pas souhaitable qu'elles puissent être financées par des moyens de paiement créés* ex nihilo *par le système bancaire, ou par l'émission des* junk bonds, *comme c'est le cas aux États-Unis*.[53]

No mercado, a oferta expansiva de créditos sem cobertura de poupança atrai a própria demanda, muitas vezes encarnada em agentes econômicos sem escrúpulos que pretendem apenas aproveitar-se das enormes vantagens que, em prejuízo do resto da população, obtêm com o uso de meios de pagamento recém-criados antes de todos os outros.

6. *O sistema proposto reduz ao mínimo as funções econômicas do estado e, em particular, permite eliminar o banco central.* — O sistema que propomos tornaria redundantes a Reserva Federal, o Banco Central Europeu, o Banco de Inglaterra, o Banco de Espanha ou qualquer outra autoridade, banco central ou organismo de natureza oficial, público ou governamental, com o monopólio da emissão de moeda e de controle e direção, como órgão central de planificação monetária do sistema bancário e financeiro de cada país. É uma ideia que até destacados políticos, como o presidente norte-americano Andrew Jackson no século XIX, entenderam na perfeição e que o levou a se opor frontalmente ao estabelecimento de qualquer banco central. Infelizmente, sua influência foi reduzida e não foi possível evitar a criação do sistema atual de planificação central no campo bancário e financeiro, com todos os efeitos negativos que teve e continua a ter sobre as nossas economias.[54]

---

[52] Maurice Allais referiu literalmente que a "*spéculation, frénétique et fébrile, est permise, alimentée et amplifiée par le crédit* tel qui fonctionne actuellement". Maurice Allais, "Les conditions monétaires d'une économie de marchés", ob. cit., p. 326. Não existe talvez forma mais sintética e elegante de referir-se ao que, de forma mais popular, se chegou a denominar desde há poucos anos na Espanha *"cultura de pelotazo"* [cultura do dinheiro fácil], o que foi, sem dúvida, alimentado e tornado possível pela expansão incontrolada do crédito por parte do sistema financeiro.

[53] Maurice Allais, "Les conditions monétaires d'une économie de marchés", ob. cit., p. 347. A tradução poderá ser a seguinte: "As ofertas públicas de aquisição são *fundamentalmente úteis*, mas a sua legislação terá de ser reformada. Não é desejável que possam ser financiadas através de meios de pagamento criados *ex nihilo* pelo sistema bancário ou pela emissão de *junk bonds* (obrigações especulativas) como é o caso nos Estados Unidos."

[54] Por isso, temos de ser especialmente críticos em relação a autores como Alan Reynolds, Arthur B. Laffer, Marc A. Miles e outros que pretendem estabelecer um pseudo-padrão-ouro no qual o protagonismo

Além disso, é preciso recordar que todo o sistema monetário de natureza fiduciária baseado no monopólio da emissão de moeda por parte do estado tenderá, como explica a Escola da Escolha Pública, a ser explorado pelos grupos privilegiados de interesse e pelos protagonistas da ação política. De fato, a tentativa de conseguir votos *comprando-os* com fundos criados do nada constitui uma tentação irresistível para os políticos, que foi analisada pelos teóricos do denominado "ciclo político", entre outros.[55] Acresce que a possibilidade de expandir a moeda e o crédito permite que os políticos se financiem sem recorrer a impostos, sempre impopulares e dolorosos, e ao mesmo tempo, faz com que a diminuição do poder de compra da moeda jogue a seu favor, devido ao caráter progressivo que os impostos habitualmente têm sobre o rendimento. É, por isso, muito importante encontrar um sistema monetário que permita eliminar a intervenção do estado nos campos monetário e financeiro, como faz o sistema que propomos. Mises resume muito bem esse argumento da seguinte forma:

> The reason for using commodity money is precisely to prevent political influence from affecting directly the value of the monetary unit. *Gold is the standard money* [...] *primarily because an increase or decrease in the available quantity is independent of the orders issued by political authorities. The distinctive feature of the gold standard is that it makes changes in the quantity of money dependent on the profitability of gold production*.[56]

Vemos, pois, que o padrão-ouro com um coeficiente de reserva de 100% é uma instituição que, do ponto de vista positivo, resultou das escolhas efetuadas por milhões e milhões de agentes econômicos no

da política monetária e de crédito continua a ser assegurado pelo banco central, mas com referência ao ouro. Friedman classificou acertadamente este pseudo-padrão-ouro como: *"a system in which, instead of gold being money, gold was a commodity whose price was fixed by governments"* (ver Milton Friedman, "Has Gold Lost its Monetary Role?", ob. cit., p. 36). As propostas de Laffer e Miles podem ser encontradas no livro de ambos os autores intitulado *International Economics in an Integrated World*, Scott & Foresman, Oakland, Nova Jérsia, 1982. Pode ser encontrada uma breve e brilhante crítica a estas propostas em Joseph T. Salerno, "Gold Standards: True and False", ob. cit., pp. 258-261.

[55] Ver, por exemplo, o cap. V dedicado ao "Ciclo Político-Econômico" do livro de Juan Francisco Corona Ramón, *Una introducción a la teoría de la decisión pública ("Public Choice")*, Institución Nacional de Administración Pública, Alcalá de Henares, Madrid 1987, pp. 116-142, e a bibliografia aí citada e na nota 57 do capítulo VI.

[56] Ludwig von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., p. 22 (grifos nossos). A passagem do texto poderia ser traduzida da seguinte forma: "A razão do uso de moeda *commodity* é prevenir que o valor da unidade monetária seja influenciado politicamente. O ouro é a moeda padrão [...] em primeiro lugar porque um aumento ou diminuição na quantidade disponível do mesmo independe das ordens advindas das autoridades políticas. A principal característica do padrão-ouro é fazer com que as mudanças na quantidade de moeda dependam dos lucros que se posam obter com a produção de ouro."

mercado ao longo de um prolongado processo evolutivo e, em sentido negativo, permite alcançar de forma efetiva o objetivo vital de bloquear a propensão que todos os governos têm de se imiscuir e manipular o sistema monetário e de crédito.[57]

7. *O sistema proposto é o mais compatível com o sistema democrático.* — Um dos princípios mais importantes do sistema democrático é que o financiamento das atividades públicas deverá ser objeto de discussão e decisão explícita por parte dos representantes políticos. O sistema atual de monopólio da criação de moeda por parte de um organismo público e dos bancos, que detêm um coeficiente de reserva fracionário de reservas permite que se crie do nada capacidade de compra a favor do estado e de determinados particulares e empresas, em prejuízo do resto da população. Esta possibilidade é aproveitada sobretudo pela administração, que a utiliza como mecanismo para se financiar, sem ter de recorrer à via mais evidente e politicamente custosa que seria o aumento dos impostos. Embora os governos tentem ocultar este mecanismo de financiamento exigindo retoricamente que os orçamentos sejam financiados de forma "ortodoxa", sem recorrer directamente ao financiamento do deficit por meio da emissão de moeda, na prática o resultado é muito semelhante quando uma parte significativa da dívida pública emitida pelos governos para financiar o déficit é, posteriormente, comprada pelos bancos centrais com a moeda recém-criado que emitem (processo indireto de monetarização da dívida pública). Realce-se, ainda, que a expropriação oculta da população, permitida pelo processo inflacionário, beneficia não só os governos, mas também os próprios banqueiros. De fato, ao exercerem sua atividade com um coeficiente de reserva fracionária, e à medida que não se virem obrigados pelo governo a dedicar a totalidade da expansão de crédito a financiar o setor público (comprando títulos de dívida pública), os banqueiros expropriam de forma diluída e gradual uma parte importante do poder de compra das unidades monetárias dos cidadãos, acumulando numerosos ativos nos balanços que são o resultado acumulado deste processo histórico de expropriação. Assim, as exigências dos banqueiros no sentido de não

[57] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 455, onde lemos, *"thus the sound-money principle has two aspects. It is affirmative in approving the market's choice of a commonly used medium of exchange. It is negative in obstructing the goverment's propensity to meddle with the currency system."* Assim, consideramos a nossa proposta muito superior à efetuada pela escola do "constitucionalismo monetário", que pretende resolver os problemas atuais por intermédio do estabelecimento de regras constitucionais sobre o crescimento monetário e os mercados bancários e financeiros. O constitucionalismo monetário não é necessário existir um padrão-ouro com um coeficiente de reserva de 100%. Além disso, não conseguiria evitar as tentações sentidas pelos políticos para manipular o crédito e a moeda.

terem de dedicar uma parte substancial dos ativos para financiar o déficit público devem ser entendidas como uma discussão entre os "cúmplices" do processo de expansão de crédito efetuado em prejuízo dos cidadãos. Estes banqueiros acabam por "negociar" entre si que parte dos "lucros" obtidos caberá a cada um.

Em contraste com o sistema anterior, o padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100% não só obrigaria a que os estados explicitassem completamente as despesas e fontes de receitas, impedindo que recorressem ao financiamento oculto envolvido na inflação e na expansão de crédito, como impediria que os banqueiros privados tirassem proveito de uma parte significativa do "imposto inflacionário". Este aspecto foi claramente analisado por Maurice Allais, para quem:

> Comme toute création monétaire équivaut par ses effets à un véritable impôt prélevé sur tous ceux dont les revenus se voient diminués par la hausse des prix qu'elle engendre inévitablement, le profit qui en résulte, considérable à vrai dire, devrait revenir à l'État en lui permettant ainsi de réduire d'autant le montant global des ses impôts."[58]

No entanto, ao contrário de Allais, consideramos muito mais conveniente que o estado renuncie ao poder de emissão de moeda, de forma a ser obrigado a financiar com base em impostos, e com absoluta transparência, todas as despesas. Deste modo, os cidadãos sentem diretamente a totalidade dos custos e se veem assim suficientemente motivados para submeter todos os organismos públicos ao necessário controle.

8. *O sistema proposto fomenta a cooperação harmoniosa e pacífica entre as nações*. Uma análise da história dos conflitos militares dos últimos dois séculos revela claramente que grande parte dos conflitos militares que assolaram a humanidade poderia ter sido evitada, na totalidade ou teria tido um desenvolvimento menos violento, não fora a crescente influência dos estados em matéria monetária e,

[58] "Uma vez que toda a criação monetária equivale, nos seus efeitos, a um verdadeiro imposto sobre todos aqueles cujos rendimentos são reduzidos pelo crescimento dos preços que inevitavelmente gera, o lucro dela derivada, que, na verdade, é considerável, deveria reverter para o Estado, permitindo-lhe reduzir o montante global dos impostos." Maurice Allais, *"Les conditions monétaires d'une économie de marchés"*, ob. cit., p. 331. Maurice Allais acrescenta ainda no mesmo lugar que um dos paradoxos mais curiosos do nosso tempo é que, embora a opinião pública se tenha sensibilizado para os grandes perigos da utilização pelo governo da máquina de fabricar dinheiro, *continua a ignorar completamente e a não estar sensibilizada para os perigos idênticos que o sistema de expansão de crédito sem cobertura de poupança tem em relação ao exercício da atividade bancária com um coeficiente de reserva fracionário.* Na Espanha, Juan Antonio Gimeno Ullastres estudou o efeito da inflação nos impostos sem se referir, infelizmente, às consequências da expansão de crédito sobre a atividade bancária com reserva fracionária, no artigo "Un impuesto llamado inflación", publicado em *Homenaje a Lucas Beltrán*, Editorial Moneda e Crédito, Madrid 1982, pp. 803-823.

em última instância, o controle que conseguiram sobre a criação de meios de pagamento e da expansão de crédito. Por isso, pode afirmar-se sem risco de erro que a inflação alimentou e estimulou o desenvolvimento dos conflitos bélicos: se os cidadãos das nações envolvidas em cada um estivessem conscientes do verdadeiro custo, os teriam evitado no devido tempo por meio dos respectivos mecanismos democráticos ou exigido aos governos uma saída negociada muito antes de atingirem os incríveis graus de destruição e dano à humanidade que infelizmente geraram. Por isso, concordamos com a afirmação de Ludwig von Mises, para quem:

> *One can say without exaggeration that inflation is an indispensable intellectual means of militarism. Without it, the repercussions of war on welfare would become obvious much more quickly and penetratingly; war-weariness would set in much earlier.*[59]

Por outro lado, o estabelecimento de um padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100% implicaria, de fato, o estabelecimento, em todo o mundo, de um padrão monetário único. Além disso, não haveria necessidade de um banco central internacional, evitando-se assim o risco de manipulação da oferta monetária e do crédito mundial. Desta forma, obter-se-iam todas as vantagens do padrão-único internacional sem nenhum dos inconvenientes que têm os organismos intergovernamentais relacionados com a moeda. Este sistema não levantaria qualquer tipo de suspeita quanto à perda de soberania dos correspondentes estados, podendo todas as nações e grupos sociais beneficiar da existência de uma mesma unidade monetária não regulada nem manipulada por ninguém. Assim, o padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100% estimularia a integração econômica internacional, em um quadro jurídico harmonioso e mutuamente satisfatório que minimizaria os conflitos sociais, favorecendo o intercâmbio voluntário e a paz entre as nações.

---

[59] Ludwig von Mises, *Nation, State and Economy: Contributions to the Politics and History of our Time*, New York University Press, Nova York e Londres, 1983, p. 163, e também *Human Action*, ob. cit., p. 442. Trata-se da tradução de Leland B. Yeager do livro publicado por Mises originalmente em alemão em 1919 com o título de *Nation, Staat und Wirtschaft* (Manzsche Verlags Buchhandlung, Viena e Leipzig 1919). A tradução desta passagem seria: "Poderíamos dizer sem exagero que a inflação é um meio intelectual indispensável de militarismo. Sem ela, as repercussões da guerra sobre o bem-estar tornar-se-iam óbvias de forma muito mais rápida e incisiva. O cansaço de guerra seria declarado muito antes." Sobre esse importante tema, consultar também Joseph T. Salerno, "War and the Money Machine: Concealing the Costs of War Beneath the Veil of Inflation", cap. 17 de *The Costs of War: America's Pyrrhic Victories*, John V. Denson (ed.), Transaction Publishers, New Brunswick e Londres 1997, pp. 367-387. No entanto, o primeiro a evidenciar as estreitas relações existentes entre o militarismo e a inflação foi , de novo, o padre Juan de Mariana, *Tratado y discurso sobre la moneda de vellón*, ob. cit., p. 35.

4
Resposta às possíveis objeções à nossa proposta de reforma monetária

Embora ainda não tenha sido feita nenhuma crítica integrada, coerente e sistemática ao projeto de reforma do sistema bancário apresentado neste livro,[60] foram efetuadas, isolada e assistematicamente, uma série de objeções à proposta de estabelecer um sistema bancário com um coeficiente de reserva de 100%, que vamos apresentar a seguir e analisar separadamente.

1. "*Os bancos desapareceriam ao perder a razão de ser e a principal fonte de receitas*". — Esta crítica não tem fundamento. A única coisa que os bancos perderiam com o estabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% seria a possibilidade de criar créditos *ex nihilo*, ou seja, não cobertos por um aumento da poupança voluntária. Desta forma, seria impossível que o sistema bancário no conjunto expandisse o crédito, e, por conseguinte, a oferta monetária, o que geraria ciclos recorrentes de auge e depressão.

No entanto, poderia continuar a ser desenvolvido todo um conjunto de áreas de atividade, totalmente legítimas, satisfazendo de forma positiva as necessidades dos consumidores. Refirimo-nos neste sentido a atividade de verdadeira intermediação de crédito que consiste em emprestar com um diferencial os fundos que os bancos receberam anteriormente dos clientes em forma de empréstimo (não de depósito à vista). Da mesma forma, e na atividade de bancos de depósitos (com um coeficiente de 100%), poderiam proporcionar um serviço de guarda e custódia, cobrando o preço de mercado correspondente e combinando-o, até, com a prestação de outros serviços de caráter periférico (pagamentos e transferências, contabilidade das operações efetuadas em nome dos clientes, etc.). Se acrescentarmos ainda a atividade de custódia e gestão de valores mobiliários, a de aluguel de caixas e cofres de segurança, etc., podemos ter uma ideia bastante completa do amplíssimo leque de atividade que poderiam continuar a ser desenvolvidas pelos bancos.

Assim, não há qualquer justificação para pensar que o restabelecimento do coeficiente de caixa de 100% redundaria na "morte" dos bancos privados. Haveria apenas uma modificação, em grande medida, evolutiva e não traumática, da estrutura e operacionalida-

[60] *"Exhaustive research, however, fails to uncover any published critiques in this regard."* Walter Block, "Fractional Reserve Banking: An Interdisciplinary Perspective", ob. cit., p. 31. As breves críticas de Leland Yeager à nossa proposta são devidamente respondidas nesta seção, "The Perils of Base Money", ob. cit., pp. 256-257.

de dos bancos. Já referimos que o mais provável é que houvesse uma tendência para o desenvolvimento de um sistema bancário constituído por uma rede de fundos de investimento, de entidades dedicadas ao depósito com um coeficiente de caixa de 100% e de empresas especializadas em proporcionar serviços de contabilidade e de caixa aos clientes. Por isso, podemos concluir, tal como Ludwig von Mises, que:

> It is clear that prohibition of fiduciary media would by no means imply a death sentence for the banking system, as is sometimes asserted. The banks would still retain the business of negotiating credit, of borrowing for the purpose of lending."[61]

Em síntese, os bancos poderiam continuar a exercer um grande número de atividades, satisfazendo as necessidades dos consumidores e obtendo assim lucros legítimos.

2. "*O sistema proposto diminuiria em grande medida o crédito disponível, provocando uma subida da taxa de juro e dificultando o desenvolvimento econômico.*" — Esta é a crítica popular mais frequentemente ouvida, vinda sobretudo dos agentes econômicos (empresários, políticos, jornalistas, etc.) que mais se deixam influenciar pelas características externas e mais visíveis do sistema econômico. De acordo com esta crítica, impossibilitar que os bancos criem créditos do nada tornaria o financiamento de muitas empresas mais difícil, fazendo subir *ceteris paribus* a taxa de juro e colocando barreiras ao desenvolvimento econômico. Esta objeção fundamenta-se no fato de, graças à expansão de crédito, hoje em dia praticamente qualquer projeto de investimento, por mais deslocado que pareça, pode conseguir financiamento sem grandes problemas, caso estejamos na fase em que os bancos não receiam expandir os créditos. A expansão de crédito alterou os hábitos tradicionais da "cultura empresarial" que se baseavam em uma consideração muito mais prudente, responsável e cuidada antes de decidir iniciar um determinado projeto de investimento.

Em todo o caso, é um erro grave pensar que o crédito desapareceria em um sistema bancário baseado em um coeficiente de caixa de 100%. Pelo contrário, continuariam a ser emprestados fundos, mas *única e exclusivamente* aqueles que anteriormente tivessem sido pou-

---

[61] Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 361. A tradução poderia ser: "É evidente que proibir a emissão de meios fiduciários não sognificaria, de modo algum, a morte do sistema bancário. Os bancos conservariam o negócio da intermediação dos créditos, de receber dinheiro para emprestá-lo outra vez."

pados voluntariamente pelos agentes econômicos. Trata-se, em suma, de assegurar que só se empresta aquilo que se poupou, de forma que a oferta e a procura de bens presentes e futuros no mercado se mantenham coordenadas, evitando os profundos desajustamentos que o atual sistema bancário produz e que, em última instância, geram crises e recessões econômicas.

Além disso, a ideia de que o sistema atual de empréstimos que são dedicados ao investimento possa, em última instância, superar a poupança voluntária da sociedade é pura ficção. Como sabemos, *ex post*, poupança e investimento são sempre idênticos e se, *ex ante*, os bancos fazem empréstimos a um ritmo superior ao da poupança voluntária (por meio de um processo de expansão de crédito), os empresários tenderão a equivocar-se em massa dedicando os escassos recursos poupados da sociedade a projetos de investimento *desproporcionados* que nunca poderiam ser levados a bom termo.

Assim, esta segunda crítica não se justifica: com um coeficiente de 100% continuará a ser emprestado aquilo que for poupado, mas o que se poupar tenderá a ser investido de forma proporcionada e correta. E se, de início, determinados projetos empresariais tiverem mais dificuldade em obter financiamento, tratar-se-á da manifestação lógica do são funcionamento do único mecanismo no mercado capaz de bloquear atempadamente o início dos projetos de investimento não rentáveis, impedindo o desenvolvimento indevido e descoordenado, que o sistema atual estimula nas etapas de *boom* de crédito.

No que respeita à taxa de juro, não existe qualquer motivo para pensar que a longo prazo o seu valor seria maior no sistema proposto do que no atual. De fato, a taxa de juro depende, em última instância, das variações subjetivas de preferência temporal dos agentes econômicos, que, no nosso modelo não seriam afetadas pela delapidação massiva de bens de capital provocada pela repetição de recessões econômicas. Além disso, é evidente que, em igualdade de circunstâncias, em um sistema como o que propomos, a taxa de juro tenderia a ser muito reduzida em termos nominais, uma vez que o prêmio respectivo decorrente da evolução esperada do poder de compra da moeda seria negativo na maioria das vezes. A componente de risco, por sua vez, dependeria também da tendência de redução dos projetos de investimento que se empreendessem depois de um período sem recessões econômicas. Podemos, assim, concluir que, no que se refere à taxa de juro, não existe qualquer tipo de base teórica para supor que seriam mais elevados do que são atualmente. Pelo contrário, existem muito boas razões para

considerar que, tanto em termos reais como em termos nominais, as taxas de juro de mercado seriam mais reduzidas do que estamos habituados a observar atualmente.[62]

Pelo exposto, o desenvolvimento econômico não se veria debilitado com um sistema de padrão-ouro puro e um coeficiente de caixa de 100%. Antes, seria estabelecido um modelo de desenvolvimento estável e continuado, livre das reações *maníaco-depressivas* a que penosamente nos habituamos e nas quais são regular e infelizmente mal investidos importantíssimos recursos escassos da sociedade, em grave prejuízo do crescimento econômico e do desenvolvimento harmonioso.

3. "*O modelo proposto penalizaria quem beneficia do presente sistema bancário e financeiro*". — Por vezes, surgiu o argumento de que o sistema proposto penalizaria indevidamente todos quantos tiram proveito do atual sistema financeiro e bancário. Entre os seus principais beneficiários podemos incluir, em primeiro lugar, o governo, que, como já sabemos, consegue financiar-se (direta e indiretamente) através da expansão de crédito sem ter de recorrer ao aumento de impostos, uma medida politicamente dolorosa. Depois, haveria que mencionar os próprios banqueiros (que lucram com os mesmos procedimentos do governo, mas de forma direta e privada), e também os depositantes dos bancos, na medida em que recebem uma taxa de juro dos depósitos e não pagam pelo conjunto de serviços periféricos prestados pelos bancos.[63]

Porém, esta crítica não tem em conta que muitos dos pretensos "lucros" que os particulares obtêm do sistema não são lucros de fato. Efetivamente, não é exato argumentar que atualmente os depositantes recebem benefícios substanciais (em forma de serviços de caixa, pagamento e contabilidade) sem pagar por eles, uma vez que, na verdade, o custo desses benefícios é assumido na íntegra (de forma explícita ou implícita) pelos próprios depositantes.

---

[62] Supondo, por exemplo, um crescimento médio da economia de cerca de 3% ao ano e um aumento da oferta monetária (estoque mundial de ouro) de 1,5%, verificar-se-ia uma muito ligeira deflação de 1,5 % ao ano. Se a taxa de juro real de mercado é de 4% (três % de taxa natural e 1 de componente de risco), a taxa de juro nominal de mercado estaria situada em uma margem próxima dos *2,5% ao ano*. Na nota 48, assumimos taxas de juro nominais ainda mais reduzidas em um contexto de aumento secular da procura de moeda induzida pelo crescimento da população.

[63] *"Under competitive conditions the benefits are partly enjoyed by the holders of fractionally-backed bank liabilities themselves, whose gain takes the form of explicit interest payments or lowered bank service charges or a combination of these."* George Selgin, "Are Banking Crises a Free-Market Phenomenon?", ob. cit., p. 3.

No que diz respeito aos juros explícitos, estes muitas vezes podem ser obtidos com os depósitos e trata-se de uma "remuneração" na maioria das vezes compensada pela contínua diminuição do poder de compra da unidade monetária sofrida pelos depositantes. No sistema proposto de coeficiente de reserva de 100%, o poder de compra das unidades monetárias depositadas não só se manteria inalterado, mas também, como já vimos, cresceria de forma suave e constante. Este importantíssimo benefício para *todos* os cidadãos pode ser considerado muito superior à pretensa "vantagem" de receber uma taxa de juro explícita que dificilmente compensa a desvalorização da moeda. Desta forma, atualmente, na maior parte dos casos, a taxa de juro real recebida com os depósitos (deduzida a diminuição do poder de compra da moeda) é quase nula ou mesmo negativa.

Em uma sociedade com um padrão-ouro puro e um coeficiente de reserva de 100%, *todos* os cidadãos tirariam proveito do contínuo e gradual aumento do poder de compra das suas unidades monetárias, recebendo juros pelas poupanças efetivamente realizadas e se vendo obrigados a pagar, de forma explícita e transparente, o preço de mercado dos serviços legítimos que decidiram contratar dos respectivos bancos. O sistema proposto seria, pois, muito mais claro e seguramente mais favorável para a população em geral do que o atual sistema bancário e financeiro.[64]

O argumento de que os governos e os banqueiros não poderia continuar a tirar proveito do sistema atual, mais do que um defeito que possa fundamentar uma crítica à nossa proposta, é um resultado positivo que a justifica *prima facie*. De fato, acima já valorizamos a grande importância do impedimento de que os governos possam se financiar de forma oculta pela inflação e a expansão do crédito. E não é preciso repetir o obscuro fundamento jurídico e dos efeitos prejudiciais do poder de emissão de créditos e depósitos dos bancos privados.

4. "*O coeficiente de reserva de 100% é uma intervenção de caráter administrativo contrária à liberdade contratual das partes*". Ouve--se frequentemente o argumento, geralmente proveniente dos membros da Escola Neobancária moderna defensora do sistema bancário livre com reserva fracionária, de que é "inadmissível", do ponto de vista "liberal", colocar entraves à liberdade con-

[64] "Il n'e a pas lieu de rendre gratuitement des services qui en tout état de cause ont un coût qu'il faut bien supporter. *Si un déposant est affranchi des frais relatifs à la tenue de son compte, la banque doit les supporter. Dans la situation actuelle elle peut le faire, car elle bénéficie des profits correspondants à la création de monnaie par le mécanisme du crédit. Qui en supporte réellement le coût?: l'ensemble des consommateurs pénalisés par la hausse des prix entraînée par l'accroissement de la masse monétaire.*" Maurice Allais, "Les conditions monétaires d'une économie de marchés", ob. cit., p. 351.

tratual das partes e, concretamente, a que os depositantes acordem livremente com os banqueiros em abrir contas à vista com um coeficiente de reserva fracionária. Ora, já vimos nos três primeiros capítulos deste livro que a exigência de manter um coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista, longe de ser um intromissão administrativa inadmissível ("legislação via mandatos", na terminologia hayekiana), é apenas a aplicação natural dos princípios tradicionais do direito de propriedade ao contrato de depósito irregular de moeda ("lei em sentido material", na terminologia hayekiana).[65] Além disso, o total conhecimento das partes da *causa* de um contrato que decidam efetuar é condição necessária, mas nunca razão suficiente para, de acordo com os princípios tradicionais do Direito, conceder legitimidade à operação. De fato, se como consequência desse contrato se causam prejuízos a terceiros, o mesmo será ilegítimo e nulo de pleno direito por ser contrário à ordem pública.[66] Segundo a análise deste livro, esta falta de legitimidade é precisamente igual à da atividade bancária com reserva fracionária, que não só dá lugar à criação adicional de meios de pagamentos em prejuízo de toda a população, que vê diminuir o poder de compra das unidades monetárias,[67] como engana de forma geral os empresários, levando-os a investir onde e quando não devem, dando origem a ciclos recorrentes de auge e depressão que têm um custo muito doloroso em termos humanos, econômicos e sociais.

Por fim, é necessário responder ao argumento por vezes ouvido[68]

---

[65] *"The free market does not mean freedom to commit fraud or any other form of theft. Quite the contrary. The criticism may be obviated by imposing a 100 % reserve requirement, not as an arbitrary administrative fiat of the government, but as a part of the general legal defense of property against fraud. As Jevons stated: 'It used to be held as a general rule of law, that any present grant or assignment of goods not in existence is without operation', and this general rule need only be revived and enforced to outlaw fictitious money substitutes. Then banking could be left perfectly free and yet be without departure from 100 % reserves."* Murray Newton Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., p. 709 (a citação de Jevons é de *Money and the Mechanism of Exchange*, ob. cit., pp. 211-212).

[66] Da mesma forma, um "contrato" livre e voluntário entre duas partes mediante o qual uma paga à outra para que esta assassine um terceiro, mesmo não existindo engano ou fraude e mesmo que o contrato seja feito com pleno conhecimento e voluntarismo por ambas as partes, seria um contrato nulo por ir contra a ordem pública e por ser efetuado em prejuízo de terceiros.

[67] Não nos estamos a referir à diminuição do poder de compra em termos absolutos, mas em termos relativos, em relação ao crescente poder de compra que a moeda experimentaria com um sistema bancário com 100% de reservas. Além disso, os efeitos econômicos da atividade bancária são, neste aspecto, idênticos aos provocados pela falsificação de moedas e notas de banco que, embora não seja possível identificar individualmente os prejudicados, se considera sem discussão dever ser castigada por ir contra a ordem pública.

[68] Este foi um dos argumentos críticos de Juan José Toribio Dávila no seu artigo "Problemas Éticos en los Mercados Financieros", apresentado nos *Encuentros sobre la dimensión ética de las instituciones e mercados financieros*, que tiveram lugar em Madrid em Junho de 1994 sob os auspícios da Fundación BBV. Toribio Dávila argumentava ainda que uma política monetária estável poderia ser alcançada com qualquer coeficiente de caixa, sem levar em conta as razões relativas à impossibilidade teórica da planificação central,

segundo o qual a prova de que os agentes econômicos não estão dispostos a, voluntariamente, estabelecerem um sistema bancário baseado no coeficiente de caixa de 100% se encontra na possibilidade de, atualmente, acordarem um sistema semelhante com total liberdade (e, no entanto, não o fazem) utilizando os serviços de cofres de segurança que os bancos prestam ao mercado. Para contrariar este argumento é preciso considerar não só que o serviço de cofre de segurança não tem qualquer relação com o contrato de depósito irregular de um bem fungível como é a moeda (uma vez que se refere a um típico contrato de depósito regular de coisas específicas), mas também que dificilmente poderia considerar-se que o negócio de cofres de segurança (cujo custo é preciso pagar e que não proporciona, do ponto de vista subjetivo dos clientes, os mesmos serviços do contrato de depósito bancário de moeda) poderia competir em igualdade de circunstâncias com o atual sistema de depósitos com reserva fracionária. De fato, atualmente é comum conceder-se juros pelos depósitos (como reconhecimento implícito de que se está a fazer um uso indevido dos mesmos). Além disso, são oferecidos serviços de valor sem um custo explícito, o que torna impossível que os contratos voluntários de depósito com um coeficiente de caixa de 100% possam competir e prosperar, sobretudo em um contexto inflacionário no qual o poder de compra da moeda não deixa de diminuir. Este contra-argumento é muito semelhante ao que poderia ser feito em relação aos bens públicos proporcionados pelo estado, aparentemente sem um custo direto para o usuário. Isto faz com que seja muito difícil que, em um contexto de mercado livre, as empresas privadas que queiram proporcioná-los cobrando o preço de mercado possam prosperar, dada a desleal e privilegiada concorrência que sofrem por parte dos serviços públicos, que oferecem os seus serviços aos cidadãos "sem custo" e que, em última instância, veem as elevadas perdas serem suportadas por todos por intermédio de impostos inseridos no orçamento de estado.[69]

---

em geral, e da sua aplicação ao campo financeiro, em particular, e que fazem com que não seja possível que os bancos centrais possam ou queiram calcular adequadamente a demanda de moeda nem controlar a oferta que, pretensamente, se devia acomodar à demanda. Além disso, Toribio Dávila esquece os profundos efeitos de descoordenação que de todo o crescimento da oferta monetária em forma de expansão de crédito sem cobertura de poupança real têm a estrutura produtiva. Por último, são evidentes as relações entre o coeficiente de caixa de 100% e a ética na atividade das instituições financeiras. De fato, a ligação manifesta-se não só na rede de comportamentos eticamente irresponsáveis próprios da especulação febril gerada pela expansão de crédito, mas também no fato inquestionável de que as crises e recessões econômicas têm a sua origem na violação de um princípio ético segundo o qual deve ser mantido um coeficiente de reserva de 100 % em relação aos contratos de depósito à vista de moeda.

[69] Além disso, Jörg Guido Hülsmann explicou que a Lei de Gresham impede que os depósitos com 100% de reserva possam competir com os emitidos com reserva fracionária. Ver o artigo "Has Fractional-Reserve Banking Really Passed the Market Test?", *The Independent Review,* vol. 7, n.º 3, Inverno 2003, pp.

5. "*Não é possível evitar que as "inovações" financeiras façam ressurgir a atividade bancária com reserva fracionária*." — De acordo com este argumento, quaisquer precauções legislativas tomadas para proibir o exercício da atividade bancária com reserva fracionária e, logo, para estabelecer um coeficiente de reserva de 100% para os depósitos à vista, serão, em última instância, sempre contornadas por novos negócios jurídicos e "inovações" financeiras que, em fraude à lei ou não, por uma ou outra via, tenderão a alcançar o mesmo fim. Assim, o próprio Hayek afirmava já em 1937 que:

> *It has been well remarked by the most critical among the originators of the scheme that banking is a* pervasive *phenomenon and the question is whether, when we prevent it from appearing in its traditional form, we will not just drive it into other and less easily controllable forms.*"[70]

Hayek citava como precedente mais notável a Lei de Peel de 1844, uma vez que, ao esquecer-se de alargar o coeficiente de caixa de 100% à criação de depósitos, fez com que a expansão monetária a partir de então tomasse sobretudo a forma de depósitos, e não de notas.[71]

O primeiro comentário que podemos fazer a esta objeção é que, mesmo que fosse justificada, não se trataria, de forma nenhuma, de um argumento contra a tentativa de alcançar o objetivo ideal de definir e defender adequadamente os princípios tradicionais do direito

---

392-422 e, em especial, las pp. 408-409.

[70] F.A. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, ob. cit., p. 82. No mesmo sentido, pode consultar-se Henry C. Simons, "Rules *versus* Authority in Monetary Policy", ob. cit., p. 17. A tradução da passagem do texto poderia ser: "Foi referenciado pelos mais críticos entre os pais do esquema que a atividade bancária é um fenômeno omnipresente e a questão é se, ao impedirmos que apareça na forma tradicional, não estaremos fazendo com que reapareça noutras formas menos fáceis de controlar."

[71] Quão diferente (e melhor) teria sido a história econômica dos últimos 150 anos se a Lei de Peel não tivesse esquecido de estabelecer o coeficiente de caixa de 100% também para os depósitos — e não apenas para as notas de banco! Não consideramos completamente adequado o argumento de Hayek sobre a pretensa impossibilidade de separar de forma radical os diferentes instrumentos em que a moeda pode se materializar como meio de troca geralmente aceito, de forma que existiria apenas um "contínuo" de diferentes graus de liquidez que tornaria ainda mais difícil o problema de identificar quando se está ou não a respeitar os princípios tradicionais do Direito que são defendidos neste livro. Pelo contrário, e de acordo com Menger, na prática consegue-se sempre distinguir adequadamente entre o é moeda e os demais instrumentos de grande liquidez que, porém, não chegam a ser um meio de troca geralmente e imediatamente aceito. A distinção entre os dois tipos de bens fundamenta-se no fato de que a moeda não é apenas um instrumento altamente líquido, mas sim *o único bem perfeitamente líquido*. Por isso, os seres humanos estão dispostos a procurá-lo mesmo que não recebam quaisquer juros pela sua posse, ao passo que no caso de outros instrumentos de fronteira que carecem de liquidez *perfeita*, os seus titulares exigem receber juros pela manutenção. A distinção essencial, baseada na existência ou não de liquidez perfeita (ou seja, de perda ou não da sua disponibilidade perfeita e imediata), entre o dinheiro e outros meios periféricos foi desenvolvida por Gerald P. O'Driscoll no artigo "Money: Menger's Evolutionary Theory", publicado em *History of Political Economy*, n.º 18, 4, 1986, pp. 601-616.

de propriedade no que diz respeito aos depósitos à vista. De fato, em muitos outros contextos, por exemplo, no de natureza criminal, se verifica que, embora do ponto de vista técnico seja muitas vezes difícil aplicar e, sobretudo, defender corretamente os princípios tradicionais do Direito, isso não implica que os seres humanos não devam fazer todos os esforços necessários para definir e defender o quadro jurídico de forma adequada.[72]

Além disso, também não é verdade que o fenômeno da atividade bancária com reserva fracionária tenha um caráter tão "onipresente" que seja, na prática, impossível lutar contra ele. Ao longo deste livro estudamos diferentes negócios jurídicos que, em fraude à lei, foram concebidos como tentativas de "disfarçar" como outros contratos o que não eram nada mais do que depósitos bancários irregulares de moeda. Vimos as operações com pacto de recompra pelo valor nominal, as opções de venda ou *puts* "americanas", os chamados "depósitos" a prazo, que na prática funcionam com verdadeiros depósitos à vista, e também de depósitos à vista instrumentados por intermédio da instituição, completamente alheia, do seguro de vida. Ora, todos estes negócios jurídicos, e quaisquer outros semelhantes que possam ser criados no futuro, são facilmente identificáveis e tipificáveis pelo direito civil e penal, tal como propusemos na seção 2 (nota 39) deste capítulo. Na verdade, é relativamente simples para qualquer juiz ou observador imparcial analisar se a essência de um operação permite a retirada em qualquer momento dos fundos inicialmente depositados e se, do ponto de vista subjetivo, os seres humanos se comportam na assunção de que determinados títulos são moeda, ou seja, um meio de troca geralmente aceito e dotado de uma liquidez perfeita em todo o momento.

Acresce que a criação de novos negócios e contratos jurídicos para contornar os princípios jurídicos que deveriam regular a atividade bancária se verificou em um contexto em que os agentes econômicos não eram capazes de identificar até que ponto esta atividade era ilegítima e produzia um grave dano econômico e social. Se, a partir de agora, os responsáveis jurídicos e as autoridades públicas identificarem claramente os problemas que analisamos neste livro, será muito mais fácil perseguir os comportamentos desviantes que se desenrolem no campo financeiro. Não surpreende que, depois da Lei de Peel de

[72] Assim, por exemplo, é perfeitamente possível assassinar um homem utilizando venenos cada vez mais sofisticados que não deixam nenhum rasto e que tornam muito difícil a coleta de provas sobre a verdadeira origem e natureza do homicídio cometido, isso não impede que se tenha qualquer dúvida de que assassinar vá contra os princípios essenciais do Direito e de que devemos dedicar todo o esforço necessário para prevenir ou repreender este tipo de conduta.

1844, os depósitos bancários tenham se expandido de forma desproporcionada, uma vez que, naquela altura, a teoria econômica ainda não tinha sido capaz de verificar a absoluta identidade existente entre os depósitos bancários e as notas de banco no que respeita à natureza e aos efeitos. Se a Lei de Peel fracassou no seu objetivo, não foi pelo caráter "onipresente" do negócio bancário com reserva fracionária, mas sim, precisamente, porque os seres humanos não foram capazes de perceber que as notas de banco e os depósitos bancários tinham a mesma natureza e conduziam aos mesmos efeitos econômicos. Hoje, pelo contrário, graças à teoria econômica, os juízes dispõem de um instrumental analítico, cujo valor que não pode ser desmentido, para os orientar na identificação correta das condutas penalmente tipificadas e na emissão de normas jurisprudenciais justas e ponderadas em relação a todos os casos de dúvida com os quais se possam ver confrontados na prática.

Por fim, é preciso fazer alguns esclarecimentos importantes sobre o conceito de "inovação" no mercado financeiro e, sobretudo, sobre a diferença essencial existente entre as chamadas "inovações financeiras" e as inovações tecnológicas e empresariais que se introduzem nos sectores industriais e comerciais. Assim como qualquer inovação tecnológica que se introduza com êxito no campo do comércio e da indústria deverá ser bem aceite, uma vez que tende a aumentar a produtividade e a satisfazer melhor os desejos dos consumidores, *no âmbito financeiro, que se desenvolve em um quadro imutável de princípios jurídicos estáveis e previsíveis, as inovações deverão ser vistas inicialmente com desconfiança e receio.* De fato, no campo financeiro e bancário, as inovações podem ser consideradas positivas quando se referem, por exemplo, à introdução de novos equipamentos e programas informáticos, canais de distribuição, etc. No entanto, quando afetam directamente o papel dos princípios essenciais do direito que deverão constituir o quadro inalienável no qual se move toda a instituição, essas "inovações" tenderão a dar origem a um grave dano social, pelo que devem ser perseguidas e rejeitadas. Assim, não deixa de ser sarcástico chamar "inovação financeira" ao que, em última instância, não pretende senão contornar os princípios gerais do direito que são vitais para o são desenvolvimento e correta manutenção de uma economia de mercado.[73]

---

[73] Além disso, existem inovações financeiras, como as ofertas públicas de aquisição de acções (OPA), que, em si mesmas, não violam qualquer princípio tradicional do direito e cumprem uma função legítima no mercado, mas que se pervertem completamente em um contexto em que se exerça a banca com reserva fracionária e se possa expandir o crédito sem a respectiva cobertura de poupança real. Uma análise concisa, e, ao mesmo tempo, exaustiva das "inovações" financeiras que se verificaram como consequência do incorretamente denominado processo de "desregulação financeira" (e que, em grande medida, consistiu

Os produtos financeiros adequam-se aos diversos tipos de contratos que tradicionalmente se formaram no direito e cuja estrutura essencial não é possível modificar sem forçar nem violar os princípios jurídicos mais elementares. Por isso, a introdução de "novos" produtos financeiros só será possível através diferentes combinações de contratos jurídicos legítimos e pré-existentes, embora a possibilidade de inovar neste campo seja muito limitada. É também preciso recordar que, muitas vezes, as "inovações" são forçadas pela necessidade de fazer frente à verocidade fiscal dos governos bem como ao emaranhado de legislação fiscal que desenvolvem em cada circunstância histórica e que, com o objetivo de diminuir na medida do possível o pagamento de impostos, obriga a que se efetuem os mais estranhos, forçados, complicados e antinaturais negócios jurídicos.[74] Daí à violação direta dos princípios tradicionais do Direito é um passo, e a experiência demonstra que, dada tentação imposta pelos grandes lucros que se obtêm com o exercício da atividade bancária com reserva fracionária, muitos não o temem dar. É, no entanto, imprescindível, manter, neste campo, um atitude de constante e rigorosa vigilância e prevenção quanto ao cumprimento dos princípios tradicionais do Direito.

6. "*O sistema proposto não permitiria que a oferta monetária crescesse ao mesmo ritmo que o desenvolvimento da economia*." — Os agentes econômicos habituaram-se ao atual ambiente inflacionário e pensam que é impossível o desenvolvimento econômico sem que exista uma certa taxa de expansão de crédito e inflação. Além disso, várias escolas de teóricos da economia mostraram-se favoráveis ao crescimento da demanda efetiva e tendem a reforçar os sempre muito populares apelos em favor da inflação. No entanto, tal como os agentes econômicos se adaptaram a um ambiente inflacionário, também se habituariam a viver em um ambiente no qual se verificasse um aumento contínuo e gradual do poder de compra da unidade monetária.

Aqui, é importante distinguir novamente conceitos diferentes do termo "deflação" (e "inflação") que se confundem na discussão e na análise teórica. Deflação pode designar uma diminuição ou contração

---

em diminuir a sujeição do sector financeiro aos princípios tradicionais do direito) pode ser encontrada no livro de Luis Barrallat, *La banca española en el año 2000: un sector en transición*, Ediciones de las Ciencias Sociales, Madrid 1992, pp. 172-205. Realce-se que grande parte das chamas "inovações" financeiras se desenvolvem no ambiente da especulação febril que alimenta a expansão de crédito provocada pelo sistema bancário com reserva fracionária.

[74] Este é, portanto, outro caso que ilustra perfeitamente os graves efeitos corruptores que o intervencionismo fiscal e econômico do Estado tem sobre o conceito de lei material, os hábitos sociais de respeito pela mesma e o sentido de justiça. Foi tratado *in extenso* em Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit., pp. 126-133.

absoluta na oferta monetária, ou a consequência que, geralmente (mas não sempre), se obtém de tal contração, ou seja, um aumento no poder de compra da unidade monetária ou, se preferível, uma diminuição do "nível" geral dos preços. O que é evidente é que o sistema proposto de padrão-ouro puro com um coeficiente de reservas de 100% é completamente inelástico no que diz respeito a contrações e, por conseguinte, *impede completamente o aparecimento da deflação entendida como diminuição da oferta monetária, coisa que o sistema atual não é capaz de garantir, como se verifica recorrentemente em cada crise econômica*.[75]

Se por "deflação" entendermos uma diminuição do nível geral dos preços ou um aumento do poder de compra da unidade monetária, é claro que, caso a produtividade geral da economia cresça a um ritmo superior ao do aumento da oferta monetária, tal "deflação" estaria presente no sistema monetário que propomos. Este é o modelo de desenvolvimento econômico que explicamos mais acima e que teria a vantagem não só de evitar as crises e recessões econômicas, mas também de estender a todos os cidadãos os benefícios do desenvolvimento econômico, fazendo crescer de forma continuada e gradual o poder de compra das unidades monetárias em poder de cada um.

Temos de reconhecer que o sistema proposto não asseguraria uma unidade monetária com poder de compra imutável. Esse é um objetivo impossível e, mesmo que fosse conseguido não traria quaisquer vantagens, a não ser a possibilidade de eliminar o prêmio que se inclua na taxa de juro em função das expectativas sobre a evolução do poder de compra da moeda. No entanto, para os nossos objetivos, o importante é que a evolução do poder de compra da moeda siga uma tendência facilmente previsível pelos agentes econômicos, de forma a que a tenham em conta na tomada de decisão. Isto seria suficiente para evitar que se verifiquem redistribuições indevidas e precipitadas do rendimento entre credores e devedores, como aconteceu até agora sempre que ocorreu um choque expansivo de crédito ou monetário, que os agentes econômicos não conseguiram prever a tempo.

Tem sido defendido que caso o crescimento da oferta de moeda metálica se verificar a um ritmo inferior ao do aumento da produtivida-

[75] Depois do *crash* da bolsa em outubro de 1987 só foi possível evitar momentaneamente a contração de crédito graças à injeção de doses maciças de liquidez no sistema por todos os bancos centrais. No entanto, na recessão econômica subsequente (1990-1992) estes bancos mostraram-se impotentes para fazer com que os agentes econômicos recebessem nova moeda emprestada, mesmo depois de fixarem taxas de juro em níveis historicamente reduzidos, que chegaram a atingir 2-3 % nos Estados Unidos. No Japão, a taxa de juro chegou a atingir os 0,15 % sem que fossem obtidos os efeitos expansivos esperados. Mais recentemente, a história repetiu-se depois da crise da bolsa de 2001-2002 e do estabelecimento pela Reserva Federal Americana da taxa de juro de 1 % (o seu nível mais baixo em mais de 40 anos).

de da economia, haverá um aumento do poder de compra da unidade monetária (ou uma diminuição do nível geral dos preços), que, em algumas circunstâncias, poderia até superar a taxa social de preferência temporal incluída na taxa de juro de mercado.[76] Embora a taxa social de preferência temporal dependa das valorações subjetivas dos seres humanos e, portanto, a evolução não possa ser conhecida teoricamente *a priori*, é preciso reconhecer que, caso diminua para níveis muito baixos devido a um aumento substancial da propensão para a poupança na sociedade, poderá ser verificado o efeito referido. No entanto, em nenhuma circunstância se daria o caso de as taxas de juro de mercado serem zero nem, tampouco, de atingirem um valor negativo. Efetivamente, em primeiro lugar entraria em jogo o conhecido "Efeito Pigou", em virtude do qual o crescimento do poder de compra da unidade monetária provocaria uma subida do valor dos saldos reais de caixa dos agentes econômicos, que aumentariam a riqueza real e estimulariam um aumento do consumo, levando, assim, ao restabelecimento de uma taxa social de preferência temporal mais elevada.[77] Em segundo lugar, continuariam sempre a ser financiados por meio de uma taxa de juro positiva para todos os projetos de investimento nos quais se obtivesse um rentabilidade esperada em forma de lucros contábeis superiores à taxa de juro positiva que em cada momento preponderasse no mercado, por mais baixa que fosse. É preciso ter em conta que as reduções graduais da taxa de juro de mercado tendem a elevar o valor atual dos bens de capital e dos projetos de investimento: uma diminuição de 1 a 0,5 % duplicará o valor atual dos bens de capital de grande duração, e o mesmo acontecerá de novo se as taxas baixarem de 0,5 para 0,25 %. Por isso, não é possível que as taxas de juro nominal cheguem a zero: à medida que se aproximem desse limite, o crescimento do valor atual dos bens de capital será tal, que surgirão enormes oportunidades de obter elevados lucros empresariais que garantam um fluxo constante e inesgotável de oportunidades de investimento.

Assim, o que é previsível é que, no modelo proposto, as taxas de juro nominais alcancem valores historicamente reduzidos. De fato, se em média pode ser previsto um aumento da produtividade de cerca de 3%, e um crescimento das reservas de ouro mundiais de 1%, a ligeira "deflação" de cada ano oscilará aproximadamente 2%. Se considerarmos razoável uma taxa de juro em termos reais, já incluindo a sua componente de risco, situada em cerca de 3-4 %, poderia esperar-se

[76] Este é o argumento apresentado por C. Maling no seu artigo "The Austrian Business Cycle Theory and its Implications for Economic Stability under Laissez-Faire", cap. 48 de *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, J.C. Wood e R. N. Woods, Routledge, Londres 1991, vol. II, p. 267.

[77] Sobre o "Efeito Pigou", consultar artigo de Don Patinkin intitulado "Real Balances", publicado no vol. IV de *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., pp. 98-101.

que a taxa de juro de mercado se situasse entre os 1 e 2 % ao ano, com oscilações muito pequenas de cerca de metade de um quarto de ponto. Um quadro como o que acabamos de descrever pode parecer "de outra galáxia" para os agentes econômicos que viveram apenas em ambientes inflacionários baseados na expansão monetária e de crédito, mas seria uma situação muito favorável e a que os agentes econômicos se habituariam sem maiores problemas.[78]

Os pretensos perigos da "deflação" foram levados ao exagero até por membros da Escola Neobancária de atividade bancária livre com reserva fracionária. Assim, Stephen Horwitz questiona a redução suave e continuada dos preços no nosso modelo e defende que, tal como agora se verificam mudanças repentinas na subida dos preços, verificar-se-iam também diminuições súbitas (!). Horwitz não percebe que tais diminuições súbitas com um padrão monetário rígido à contração são praticamente impossíveis, salvo em circunstâncias excepcionais de catástrofes naturais, guerras e fenômenos extraordinários semelhantes. Em circunstâncias normais, não há razão para que a demanda de moeda aumente de forma drástica. Na verdade, iria diminuindo de forma gradual à medida que o crescimento do poder de compra da unidade monetária fizesse com que os agentes econômicos não precisassem de manter saldos de caixa tão elevados.[79]

O modelo de "deflação" contínua, ligeira e gradual que se verificaria no sistema de padrão-ouro puro com coeficiente de reserva de 100%, não só não impediria um desenvolvimento econômico sustentado e harmonioso, como o impulsionaria energicamente. Além

---

[78] *"In a world of a rising purchasing power of the monetary unit everybody's mode of thinking would have adjusted itself to this state of affairs, just as in our atual world it has adjusted itself to a falling purchasing power of the monetary unit. Today everybody is prepared to consider a rise in his nominal or monetary income as an improvement to his material well-being. People's attention is directed more toward the rise in nominal wage rates and the money equivalent of wealth than to the increase in the supply of commodities. In a world of rising purchasing power for the monetary unit they would concern themselves more with the fall in living costs. This would bring into clearer relief the fact that economic progress consists primarily in making the amenities of life more easily accesible."* Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 469.

[79] Stephen Horwitz, "Keynes' Special Theory", *Critical Review*, vol. III, nn. 3 e 4, nota de rodapé 18 das pp. 431-432. Horwitz afirma ainda que os teóricos austríacos que defendem o coeficiente de caixa de 100% não foram capazes de explicar a razão por que uma diminuição da procura de moeda tenha necessariamente de ser diferente da oferta, no que diz respeito à possibilidade de ocorrência de crises econômicas. Horwitz ignora por completo que é a concessão de meios fiduciários sem cobertura de poupança real, ou seja, a expansão de crédito, que distorce a estrutura produtiva e gera as crises, e não a diminuição generalizada na demanda de moeda, cujo único efeito, *ceteris paribus*, consiste em diminuir o poder de compra da unidade monetária, sem afetar, necessariamente, a criação de créditos sem cobertura de poupança real e, logo, a estrutura produtiva da sociedade. Assim, é preciso refutar a conclusão de Horwitz segundo a qual *"100 percent reserve banking is insufficiently flexible to maintain monetary equilibrium"*, uma vez que é baseada em uma análise teoricamente incorreta que não toma em devida consideração os mecanismos de descoordenação que se verificam no ciclo econômico.

disso, foi algo verificado várias vezes na história. Por exemplo, já referimos neste livro o caso dos Estados Unidos durante o período compreendido entre a Guerra Civil, em 1867, e 1879, tal como se viram forçados a reconhecer os próprios Milton Friedman e Anna J. Schwartz, para quem este período:

> *[It] was a vigorous stage in the continued economic expansion that was destined to raise the United States to a first rank among the nations of the world. And their coincidence casts serious doubts on the validity of the now widely held view that secular price deflation and rapid economic growth are incompatible.*[80]

7. "*A manutenção de um padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100 % seria muito custosa em termos de recursos econômicos e, portanto, funcionaria como uma trava ao desenvolvimento econômico*." — O argumento de que um padrão-ouro puro seria muito custoso em termos de recursos econômicos foi já enunciado por John Maynard Keynes, para quem este padrão não era mais do que uma "relíquia bárbara" do passado. Este argumento passou a estar incluído nos manuais mais comuns. Paul A. Samuelson, por exemplo, diz, *"[it] is absurd to waste resources digging gold out of the bowels of the earth, only to inter it back again in the vaults of Fort Knox"*.[81] É evidente que a manutenção de um padrão-ouro puro, com uma ligeira "deflação", ou seja, com um aumento constante e gradual do poder de compra da unidade monetária, geraria um incentivo continuado para se procurar e extrair maiores quantidades de ouro, dedicando-se assim válidos recursos econômicos escassos à procura, extração e distribuição do metal amarelo. Embora as estimativas realizadas sobre o custo econômico deste padrão monetário não sejam unânimes, podemos até, seguindo Leland B. Yeager, chegar a admitir, para o bem da discussão, que tais custos seriam de cerca de 1% do Produto Interno Bruto

---

[80] Milton Friedman e Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, ob. cit., p. 15. A tradução desta passagem poderia ser: "Durante este período, verificou-se uma etapa vigorosa de expansão contínua que estava destinada a elevar os Estados Unidos ao primeiro lugar entre as nações do mundo. *E a sua coincidência gera sérias dúvidas sobre a validade do ponto de vista até agora amplamente defendido de que uma deflação secular dos preços e um rápido desenvolvimento econômico são incompatíveis*." Compare-se esta afirmação com a conclusão idêntica a que chega Ludwig von Mises no seu *Money, Method and the Market Process*, ob. cit., pp. 90-91. Em um memorando de 1930, Mises explica esta mesma ideia aos especialistas do Comitê Financeiro da Liga das Nações. Ver, também, o detalhado estudo econômico do período 1873-1896 incluído por George A. Selgin no livro *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, ob. cit., pp. 49-53.

[81] Paul A. Samuelson, *Economics*, 8.ª edição, Macmillan, Nova York, 1970: "É absurdo dedicar recursos a extrair ouro das entranhas da terra para logo voltar a enterrá-lo nos sótãos de Fort Knox."

mundial.[82] E é óbvio que imprimir papel-moeda é muito mais "barato" do que extrair ouro da terra a um custo próximo do 1% do Produto Interno Bruto mundial.

No entanto, usar o pretenso custo do padrão-ouro para rejeitar este sistema monetário, Como fizeram Keynes e Samuelson, é muito enganador. Não se trata de comparar simplesmente o custo de produção do papel-moeda. É preciso também comparar os custos globais (diretos e indiretos) de cada um dos sistemas monetários. Nessa comparação, é preciso ter em conta não só o grave prejuízo econômico e social provocado pela repetição cíclica de depressões econômicas, mas também todo o tipo de custos de um padrão monetário elástico e completamente fiduciário e controlado pelo estado. Neste sentido, não podemos deixar de referir-nos ao trabalho de Roger W. Garrison, "The Costs of a Gold Standard".[83] Neste artigo, Roger Garrison estima os *custos de oportunidade* decorrentes de um padrão monetário puramente fiduciário, comparando-os com os custos próprios de um padrão-ouro puro com coeficiente de reserva de 100%. Segundo o autor:

> *The true costs of the paper standard would have to take into account (1) the costs imposed on society by different political factions in their attempts to gain control of the printing press, (2) the costs imposed by special-interest groups in their attempts to persuade the controller of the printing press to misuse its authority (print more money) for the benefit of special interests, (3) the costs in the form of inflation-induced misallocation of resources that occur throughout the economy as a result of the monetary authority succumbing to the political pressures of the special interests, and (4) the costs incurred by businesses in their attempts to predict what the monetary authority will do in the future and to hedge against likely, but uncertain, consequences of monetary irresponsibility. With these considerations in mind, it is not difficult to believe that a gold standard costs less than a paper standard.*[84]

[82] Leland B. Yeager, "Introduction" em *The Gold Standard: An Austrian Perspective*, Llewellyn H. Rockwell (ed.), Lexington Books, Lexington, Massachusetts, 1985, p. x.

[83] Roger W. Garrison, "The Costs of a Gold Standard", cap. IV do livro *The Gold Standard: An Austrian Perspective*, ob. cit., pp. 61-79.

[84] Roger W. Garrison, "The Costs of a Gold Standard", em *The Gold Standard*, ob. cit., p. 68. A tradução seria a seguinte: "Os verdadeiros custos de um padrão fiduciário baseado no papel-moeda teriam de ter em conta (1) os custos impostos à sociedade por diferentes fações políticas na tentativa de ganhar o controle da máquina de emitir moeda, (2) os custos impostos pelos grupos de interesse especiais na sua tentativa de persuadir o responsável pela emissão de moeda a utilizar a própria autoridade para imprimir mais dinheiro em benefício de grupo de interesse especial em questão, (3) os custos em forma de má distribuição de recursos induzida pela inflação que geralmente ocorre na economia sempre que a autoridade monetária

Acrescentaria ainda o elevado custo decorrente da manutenção de toda a rede mundial de bancos centrais e organizações internacionais (Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial, etc.) com os seus bem pagos funcionários, numerosos meios econômicos dedicados ao recolhimento de informação estatística e ao financiamento de trabalhos "de pesquisa", congressos e reuniões internacionais, juntamente com o elevado custo decorrente da superprodução de serviços bancários em forma de multiplicação exagerada de sucursais bancárias, com a consequente delapidação de recursos humanos e econômicos.[85] Não surpreende, pois, que até Milton Friedman, um autor que começou por considerar, como a maioria, que o custo do padrão-ouro era demasiado elevado, tenha, mais tarde, mudado de opinião e concluído que do ponto de vista econômico não existe qualquer problema de custo de oportunidade no que diz respeito ao padrão-ouro puro.[86]

Em suma, podemos concluir que um sistema monetário e bancário baseado no padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100% para a atividade bancária é uma "instituição social" básica para o correto funcionamento de qualquer economia de mercado. As instituições sociais podem definir-se como todo o esquema de padrões de comportamento que se formou de modo espontâneo e evolutivo ao longo de períodos de tempo muito prolongados, como resultado da contribuição e participação de múltiplas gerações de seres humanos nos processos sociais. Assim, as instituições como o padrão-ouro, o direito de propriedade ou a família envolvem um enorme volume de informação e foram provadas nos contextos históricos e nas mais variadas circunstâncias particulares de tempo e lugar. Por isso, não podemos prescindir impunemente deste tipo de instituições bem

---

sucumbe às pressões políticas dos grupos privilegiados de interesse, e (4) os custos em que incorrem as empresas na sua tentativa de prever o que a autoridade monetária fará no futuro e de se proteger contra as ações e consequências prováveis, mas sempre incertas, da irresponsabilidade monetária. Tendo em conta estas considerações não é difícil acreditar que um padrão-ouro custa menos do que um padrão-ouro baseado em dinheiro fiduciário."

[85] Roger W. Garrison lembra-nos ainda que os recursos reais dedicados à produção e à distribuição do ouro são, em grande parte, inevitáveis, uma vez que o metal amarelo, independentemente de se converter ou não no padrão-ouro monetário, continua a ser extraído, refinado, distribuído e guardado, sendo que se dedica um substancial volume de recursos a todo este tipo de atividades. Ver: Roger W. Garrison, "The Costs of a Gold Standard", em *The Gold Standard*, ob. cit., p. 70.

[86] Ver Milton Friedman e Anna J. Schwartz, "Has Government any Role in Money?", publicado originalmente no *Journal of Monetary Economics*, n.º de janeiro de 1986, pp. 37-62. É evidente que um padrão ouro puro com um coeficiente de reserva de 100% deveria atrair fortemente os monetaristas, uma vez que estabeleceria o equivalente a uma regra monetária relativamente estável e tornaria impossíveis as contrações súbitas da oferta monetária, dado o caráter indestrutível dos estoques de ouro, eliminando assim completamente os exercício discricional da autoridade governamental sobre o campo monetário. Deste ponto de vista, e por razões de estrita coerência, não surpreende que os teóricos monetaristas como Friedman tenham vindo a aproximar-se cada vez mais do padrão-ouro que, até agora, desdenhavam.

como dos princípios morais sem se incorrer em custos sociais elevadíssimos. Os padrões de comportamento, as tradições e os princípios morais, longe de ser "repressivos e inibidoras tradições sociais" (tal como irresponsavelmente foram classificadas por autores com Rousseau e, em geral, os teóricos "cientistas"), são apenas pautas de conduta que tornaram possível a evolução e o desenvolvimento da civilização. Quando o ser humano endeusa a razão (e no campo da teoria econômica haveria que mencionar conjuntamente keynesianos e monetaristas como principais culpados de terem caído neste tipo de comportamento) e pensa que as instituições sociais podem ser "melhoradas", modificadas e reconstruídas *ex novo* pelo ser humano, este, carente de tão fundamentais guias e referências de atuação, acaba indefectivelmente por racionalizar as suas mais atávicas e primitivas paixões, pondo assim em perigo os processos sociais espontâneos de cooperação e coordenação social. O padrão-ouro e o princípio do coeficiente de reserva de 100% são uma parte indivisível das fundamentais instituições sociais que servirão como "piloto automático" ou guia no comportamento prático dos seres humanos nos processos de cooperação social. A sua eliminação irresponsável gera custos desproporcionados e imprevisíveis, que se consubstanciam em tensões e desajustamentos sociais que comprometem o avanço pacífico e harmonioso da humanidade.

8. "*O estabelecimento de um sistema como o proposto faria o mundo depender excessivamente de países como a África do Sul e a extinta União Soviética, que foram até agora os maiores produtores de ouro*" — O perigo da pretensa dependência do padrão-ouro em relação à produção de ouro da África do Sul e das nações que hoje integram a extinta União Soviética foi muito exagerado. Além disso, baseia-se no erro de não considerar que, embora estes países participem com uma proporção significativa na *nova* produção de ouro todos os anos (a África do Sul com 34% e a extinta União Soviética com 18% da nova produção do metal amarelo),[87] a importância relativa desses novos volumes de produção tendo em conta os estoques de ouro atualmente existentes no mundo (e que, dado o seu caráter imutável e indestrutível, foram sendo acumulados ao longo da história da civilização) é praticamente insignificante (não superior a 0,5% ao ano). De fato, a maior parte do estoque mundial de ouro está distribuída pelos países da União Europeia, América e Sul da Ásia. Além disso, terminada a guerra fria, não se percebe nenhum tipo de comportamentos perturbador que nações como a África do Sul ou a extinta União Soviética, cuja produção anual de ouro

[87] Mark Skousen, *Economics on Trial*, ob. cit., p. 142.

é uma fração verdadeiramente insignificante do volume total do metal amarelo disponível no mundo poderiam ter (ademais, esses países seriam os primeiros prejudicados por qualquer política de redução artificial da produção de ouro).

De qualquer forma, é preciso reconhecer que a transição para um sistema monetário como o que propomos iria aumentar, como vamos ver na seção seguinte, várias vezes (talvez mais de vinte) o valor de mercado que a moeda tem hoje em termos das atuais unidades monetárias. Assim, é inevitável que, em um primeiro momento e de uma só vez, se verifique uma significativa mais-valia a favor dos atuais possuidores de ouro e, em particular, das empresas extratoras e distribuidoras. Não obstante, o desejo de evitar que determinados terceiros tirem proveito de forma pretensamente imerecida do restabelecimento de um sistema monetário socialmente tão benéfico como o que propomos constitui, de alguma forma, um argumento *prima facie* contra o mesmo.[88]

9. "*O pretenso fracasso do coeficiente de 100% de reserva na Argentina do general Perón.*" No século XX, existe um caso histórico em que, pelo menos *retoricamente*, se pretendeu estabelecer um coeficiente de reserva de 100% para a atividade bancária. No entanto, neste caso, a reforma não foi acompanhada de uma privatização global do sistema monetário e da eliminação do banco central. Em vez disso, procedeu-se à nacionalização completa do crédito, o que levou a uma grande subida da inflação e a profundas distorções de crédito que assolaram a economia argentina. Por isso, não podemos considerar este exemplo como uma ilustração dos inconvenientes da proposta de reforma que apresentamos. Pelo contrário: é a confirmação histórica perfeita dos graves efeitos da intervenção do setor público sobre

[88] Como refere Murray N. Rothbard: *"Depending on how we define the money supply —and I would define it very broadly as all claims to dollars at fixed par value— a rise in gold price sufficient to bring the gold estoque to 100 per cent of total dollars would require a ten —to twenty— fold increase. This of course would bring an enormous windfall gain to the gold miners, but this does not concern us*. I do not believe that we should refuse an offer of a mass entry into Heaven simply because the manufacturers of harps and angels' wings would enjoy a windfall gain." Murray N. Rothbard, "The Case for a 100 Percent Gold Dollar", ob. cit., p. 68 (itálico acrescentado). Em todo o caso, é preciso reconhecer, como faz Rothbard, que esse crescimento do valor do ouro levaria, sobretudo durante os primeiros anos depois da transição, a um enorme estímulo da indústria dedicada à extração e à distribuição de ouro, modificando, assim, em certa medida, a atual estrutura do comércio internacional e dos fluxos migratórios e de capital. Mais tarde, Murray N. Rothbard mudou de opinião e, com o objetivo de evitar que os bancos enriquecessem de forma ilegítima, propôs que a conversão para ouro se efetuasse com base nas notas de banco, forçando uma deflação da massa monetária correspondente ao volume total de depósitos à vista. Apesar desta mudança de posição de Rothbard, pensamos que a nossa proposta (que apresentamos mais adiante) é muito superior, uma vez que evita a desnecessária deflação que a proposta dele geraria. Ver: Murray N. Rothbard, "The Solution", *The Freeman: Ideas on Liberty*, novembro de 1995, pp. 697-702.

o campo financeiro, monetário e de crédito. Analisemos mais detidamente a história da “experiência” argentina.

A reforma iniciou-se pouco depois de o general Perón assumir o governo da Argentina em 1946 e foi levada a cabo por meio do decreto-lei n.º 11.554, homologado pela lei 12.962. Nestas disposições jurídicas estabeleceu-se a nacionalização dos depósitos dos bancos, declarando-se oficialmente que, a partir de então, a nação argentina asseguraria todos os depósitos. Na explicação dos motivos destes textos legislativos, dizia-se o seguinte:

> De fato, a partir do momento em que todos os depósitos ficam nos bancos por conta do Banco Central, esses depósitos já não “pesam”, por assim dizer, sobre os bancos, o que evita que alarguem para além dos limites úteis a margem dos créditos. Desta forma, será possível alcançar um crédito são, mais orientado para motivos econômicos de largo alcance do que para propósitos puramente financeiros.[89]

Contudo, apesar desta *retórica* aparentemente correta, a reforma bancária de Perón estava condenada ao fracasso desde o início. De fato, a reforma sustentou-se em uma completa nacionalização do setor monetário e bancário, pelo que a responsabilidade quanto à concessão de novos créditos ficou nas mãos de um Banco Central, cujos responsáveis dependiam diretamente do governo. Ou seja, em vez da privatização completa das instituições financeiras e monetárias e de fazer com que o crédito coincidisse de forma espontânea com as taxas de poupança do país, o Banco Central iniciou uma concessão privilegiada e sem critério de créditos expansivos, que chegaram ao sistema econômico por meio de operações de mercado aberto na bolsa ou, sobretudo, pela concessão de desconto aos bancos mais favoráveis ao poder político.

Na reforma, definiu-se que, todos os anos, o Banco Central poderia realizar operações de mercado aberto de até 15% do valor total da massa monetária. Da mesma forma, foi completamente eliminada a cobertura de ouro da moeda argentina, bem como a relação pré-existente entre esta e o ouro. A lei n.º 13571 de 1949 modificou ainda a constituição do Conselho de Administração do Banco Central e determinou que o presidente fosse o próprio Ministro das Finanças, pelo que a instituição se converteu em uma mera dependência do poder es-

[89] Podemos encontrar uma breve e clara descrição do sistema bancário estabelecido pelo general Perón no artigo de José Heriberto Martínez, “El Sistema monetario y bancario argentino”, publicado em *Homenaje a Lucas Beltrán*, Editorial Moneda e Crédito, Madrid 1982, pp. 435-460. A passagem do texto aparece nas pp. 447-448.

tatal. Por último, a reforma estabeleceu que o crédito seria concedido a partir de então pelo Banco Central em forma de desconto aos diferentes bancos, sem qualquer limite quanto ao volume e capacidade de expansão, sendo este enorme poder utilizado para privilegiar as instituições mais favoráveis ao regime político vigente na ocasião. Como consequência, apesar da sua retórica inicial, a reforma de Perón provocou um crescimento sem precedentes no volume de crédito, uma enorme expansão nos meios de pagamento e uma grande inflação que distorceu grandemente a estrutura produtiva do país, dando lugar a uma profunda recessão econômica da qual a Argentina demorou muitos anos a recuperar. Assim, por exemplo, nos nove anos da primeira etapa de Perón (de 1946 a 1955), a circulação monetária aumentou em mais de 970%, e a cobertura de ouro e divisas das notas emitidas diminuiu de 137% em 1946 para pouco mais de 3,5% em 1955.

A reforma foi derrogada com a revolução que destituiu o general Perón em 1956 e que restabeleceu a privatização dos depósitos. Esta medida não foi, no entanto, capaz de acabar com o caos financeiro e os bancos reiniciaram, com renovado entusiasmo, a política expansiva, continuando assim a política iniciada pelo Banco Central durante os anos de Perón, o que tornou crônica e mundialmente famosa a hiperinflação argentina.[90]

Podemos, pois, concluir que a experiência argentina procurou apenas reservar para o governo a exclusividade das vantagens da expansão de crédito, impedindo que os bancos privados tirassem proveito de uma parte substancial da mesma, como vinham fazendo até então. No entanto, nunca houve intenção de privatizar o sistema monetário e abolir o Banco Central. A reforma peronista revelou, como já comentamos neste livro, que um coeficiente de caixa de 100% pode distorcer de forma igualmente grave a economia caso se mantenha o monopólio do Banco Central no que diz respeito à emissão de moeda e à concessão de créditos e se, por razões políticas, a autoridade monetária empreende uma política de expansão de crédito (ou criando e concedendo créditos diretamente ou por compras em mercado aberto na bolsa de valores). O fracasso da experiência argentina do general Perón, longe de ser uma ilustração histórica das desvantagens do coeficiente de reserva de 100%, é uma confirmação da necessidade de que

[90] Curiosamente, no novo e breve parênteses peronista de 1973, foi restabelecida a nacionalização dos depósitos bancários, mais tarde abolida a 24 de março de 1976, altura em que as forças armadas puseram fim ao regime de Perón e assumiram o poder. O que aconteceu depois já pertence à história econômica e mostrou que o sistema de "liberdade" e irresponsabilidade bancária que entrou em vigor a partir de então foi quase tão perturbador como o desenvolvido antes por Perón. Por fim, a quebra da caixa de conversão peso-dólar, instaurada pró Domingo Cavallo dez anos antes, ilustra de novo na perfeição outro dos princípios teóricos essenciais desenvolvidos neste livro: que é impossível um sistema bancário com reserva fracionária sem emprestador de última instância.

tal reforma seja sempre acompanhada de uma privatização completa da moeda e da eliminação do banco central.

Em suma, o sistema argentino de Perón procurou impedir a criação expansiva de créditos por parte do sistema bancário privado. No entanto, substituiu essa atividade por uma criação expansiva de créditos sem cobertura de poupança real ainda maior, protagonizada pelo Banco Central e pelo próprio estado, pelo que, afinal, o dano provocado no sistema monetário, financeiro e econômico do país foi ainda mais profundo. De nada vale, portanto, acabar com um processo de expansão de crédito (o dos bancos privados com um coeficiente de reserva fracionária) para substitui-lo por outro ainda maior levado a cabo diretamente pelo estado.[91]

10. "*A reforma proposta não poderia ser levada a cabo por nenhum país isolado, exigindo um difícil e custoso acordo internacional.*" — Embora conviesse que o estabelecimento de um padrão-ouro com um coeficiente de reserva de 100% fosse efetuado internacionalmente e um acordo neste sentido facilitasse enormemente a transição para o novo sistema, não há razão para que, enquanto tal acordo internacional não for possível, os diferentes estados não tentem de forma isolada aproximar-se do sistema monetário ideal. Foi precisamente isto que Maurice Allais propôs para a França antes da integração na União Monetária Europeia em 2002,[92] ao indicar que o estabelecimento do coeficiente de reserva de 100% e a manutenção de uma política monetária muito rigorosa por parte do banco central (que permitisse um crescimento da oferta monetária não superior a 2% ao ano) seriam um primeiro passo na direção correta, que os Estados Unidos, a União Europeia, o Japão, a Rússia ou qualquer outro país poderia seguir por si só. Esta ideia deve ser levada em linha de conta na avaliação dos diferentes sistemas de unificação monetária que foram levadas a cabo em determinadas áreas econômicas proeminentes, e, concretamente, na União Europeia, e que teremos oportunidade de comentar mais aprofundadamente na seção seguinte.

Além disso, o estabelecimento de taxas de câmbio fixas, mas passíveis de revisão, entre os diferentes países poderia fazer com que as

---

[91] Em síntese, o que a experiência de Perón demonstrou foi o fracasso da nacionalização do crédito, e não do coeficiente de reserva de 100%, dando origem a todos os efeitos negativos que Ludwig von Mises tinha previsto em 1929 no seu artigo sobre a nacionalização do crédito: Ludwig von Mises, *Die Verstaatlichung des Kredits: Mutalisierung des Kredits*, Travers-Borgstroem Foundation, Berna, Munique e Leipzig 1929. Este trabalho foi posteriormente traduzido para inglês com o título "The Nationalization of Credit?" e publicado em *A Critique of Interventionism: Inquiries into the Economic Policy and the Economic Ideology of the Present*, Arlington House, Nova York, 1977, pp. 153-164.

[92] Ver Maurice Allais "Une objection générale: la construction européenne", pp. 359- 360 do seu artigo já citado "Les conditions monétaires d'une économie de marchés".

nações de uma área econômica se vissem obrigadas a seguir a liderança dos estados que decidissem dar passos mais seguros e claros na direcção ideal, iniciando-se desta forma uma tendência irresistível para a consecução do objetivo proposto.[93]

5
Análise econômica do processo de reforma e transição para o sistema monetário e bancário proposto

Para começar esta seção, é preciso tecer algumas considerações gerais acerca das problemáticas de toda a estratégia política para levar a cabo reformas econômicas em qualquer campo: financeiro, de crédito ou monetário.

Alguns princípios estratégicos básicos

O maior perigo de qualquer estratégia de reforma é o de se cair no *pragmatismo político do dia a dia*, esquecendo os objetivos primordiais do que se pretende obter, em virtude da pretensa "impossibilidade" política da obtenção a curto prazo. Esta estratégia é muito perigosa e, no passado, teve efeitos muito prejudiciais sobre os diferentes programas de reforma. De fato, o pragmatismo levou sistematicamente a que, para conseguir a manutenção do poder político, os políticos tenham chegado a consensos e adotado decisões *ad hoc*, muitas vezes essencialmente incoerentes e contrárias ao que deveriam ser os objetivos últimos. Além disso, o fato de a discussão se ter centrado exclusivamente em saber o que era ou não exequível a curto prazo, desprezando ou esquecendo os objetivos iniciais, impediu a realização do necessário estudo aprofundado e dos processos de divulgação dos referidos objetivos aos cidadãos, o que levou a uma perda contínua das possibilidades de criação de uma coligação de interesses em favor da reforma, que foi sendo relegada para segundo plano por outros projetos, considerados mais urgentes a curto prazo.

A estratégia política mais adequada para a reforma que propomos deverá basear-se, portanto, em um princípio de natureza *dual*. Esta estratégia consiste, por um lado, em estudar constantemente e *educar* o público sobre os grandes benefícios que poderiam ser obtidos ao conseguir

[93] De qualquer forma, o estabelecimento do padrão-ouro com um coeficiente de reserva de 100% em economias tão importantes como a norte-americana e a europeia seria um exemplo de liderança de enorme importância no campo monetário, que não poderia ser ignorada pelos demais países, que se veriam obrigados a seguir os passos dessas nações em favor da mesma reforma.

atingir os objetivos finais de médio e longo prazo e, por outro lado, em realizar a curto prazo uma política de aproximação gradual dos objetivos, sempre *coerente*. Só esta estratégia permitirá fazer com que seja possível a médio e longo prazo o que hoje parece muito difícil de alcançar.[94]

Voltando agora ao tema da reforma bancária das economias de mercado, nas seções seguintes vamos propor um processo de reforma das atuais estruturas que foi pensado tendo em conta a estratégia descrita e os princípios essenciais analisados teoricamente neste livro.

Etapas da reforma do sistema bancário e financeiro

O Quadro IX-1 mostra as cinco etapas básicas de um processo de reforma do sistema bancário e financeiro. No nosso esquema, as etapas evoluem de forma natural da direita para a esquerda, ou seja, de sistemas mais regulados (ou de planificação central do setor bancário e financeiro) para sistemas menos regulados (no quais o banco central foi abolido e os bancos funcionam em um regime de completa liberdade submetida ao Direito — com um coeficiente de caixa de 100%).

A *primeira etapa* corresponde ao sistema bancário de "planificação central", ou seja, fortemente controlado e regulado por um banco central e que prevaleceu na maioria dos países ocidentais até agora. O banco central tem o monopólio da emissão de moeda e determina em cada momento o montante total da base monetária e as taxas de juro de redesconto que se aplicam aos bancos privados. Estes operam com reserva fracionária expandindo o crédito sem cobertura de poupança real sobre a base de um multiplicador bancário de crescimento da moeda fiduciário controlado pelo banco central. Assim, o banco central, orquestra a expansão de crédito e aumenta a quantidade de moeda por meio de compras de mercado aberto (que, total ou parcialmente, monetarizam a dívida pública dos governos) e dá instruções aos bancos sobre as maiores ou menores facilidades na concessão de créditos. Esta etapa se caracteriza pela independên-

[94] Ver o já clássico trabalho de William H. Hutt, *Politically Impossible...?*, Institute of Economic Affairs, Londres 1971. Uma análise muito semelhante à apresentada no texto, mas em relação à reforma da Segurança Social, é desenvolvida no meu artigo "Teoría de la crisis e reforma de la seguridad social", publicado em Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madrid 1994, cap. XVI, pp. 250-284. Finalmente, atualizei, desenvolvi e apresentei minhas ideias sobre a melhor maneira de levar à prática as reformas políticas de liberalização econômica em Jesús Huerta de Soto, "El economista liberal y la política", em *Manuel Fraga: homenaje académico*, Fundación Cánovas del Castillo, Madrid 1997, volume I, pp. 763-788. Versão inglesa, "A Hayekian Strategy to Implement Free Market Reforms", em J.B. Backhaus, W. Heijmann, A. Nantjes e J. van Ophem (eds.), *Economic Policy in an Orderly Framework: Liber Amicorum for Gerrit Meijer,* Lit Verlag, Münster 2003, pp. 231-254.

cia da política monetária dos diferentes países (nacionalismo monetário), em um contexto internacional mais ou menos caótico de taxas de câmbio flexíveis que, muitas vezes, são utilizadas como uma poderosa arma competitiva no comércio internacional. O sistema provoca de forma recorrente uma grande expansão inflacionária e de crédito que distorce a estrutura produtiva, gerando etapas sucessivas de *booms* nas bolsas de valores e expansões econômicas artificiais que são seguidas de graves crises e recessões econômicas que tendem a se estender a nível mundial.

Na *segunda etapa*, o processo de reforma avança um pouco na direção certa. Estabelece-se legalmente a "independência" do banco central em relação ao governo e há tentativas de chegar a uma regra monetária (geralmente intermediária) que mostre qual o objetivo de política monetária seguida pelo banco central. Esse objetivo costuma ser estabelecido na forma de um crescimento monetário superior ao aumento da produtividade (entre 4 e 6%). Tal modelo foi o desenvolvido pelo *Bundesbank* na República Federal da Alemanha e imediatamente continuado pelo Banco Central Europeu, o que teve influência nos projetos posteriores de reforma de outros bancos centrais do resto do mundo. Trata-se de um sistema que estimula um aumento da cooperação internacional entre os diferentes bancos centrais e que promove, mesmo em grandes áreas geográficas cuja uniformidade econômica e comercial é maior, o estabelecimento de um sistema monetário comum ou, pelo menos, de taxas de câmbio fixas (mas passíveis de serem revistas) que acabe com a anarquia competitiva própria do contexto caótico das taxas de câmbio flexíveis. Como consequência, a expansão de crédito torna-se mais moderada, embora não seja completamente eliminada, pelo que as crises nas bolsas e as recessões econômicas, apesar de menos graves do que na primeira etapa, continuam a ocorrer.[95]

Na *terceira etapa*, mantém-se um banco central independente e dá-se um passo radical na reforma com a exigência do estabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% para os bancos privados. Como referimos no início deste capítulo, isto seria levado a efeito, do ponto de vista legal, por meio de alterações legislativas nos respectivos códigos comercial e penal. Estas alterações legislativas permitiriam

[95] José Antonio de Aguirre, no "Anexo" que escreveu para a edição espanhola do livro de Vera C. Smith, *Fundamentos de la banca central y de la libertad bancaria* (ob. cit., especialmente pp. 280-282), demonstrou que o estudo e a polêmica entre as diferentes escolas que analisam o processo de privatização do setor financeiro, monetário e bancário deu pelo menos lugar a que tenha surgido um consenso generalizado a favor da independência das autoridades monetárias, que se materializou em diversas reformas legislativas ocorridas em diferentes países do mundo (incluindo a União Europeia).

Gráfico IX-1 **ESQUEMA DE 5 ETAPAS NO PROCESSO DE REFORMA DO BANCO CENTRAL E DO SISTEMA BANCÁRIO**

Sistema com un Setor Financeiro e Bancário totalmente privado (submetido ao Direito)		Sistema Misto	Sistemas de Planificação Central de Setor Bancário e Financeiro	
5ª Etapa	**4ª Etapa**	**3ª Etapa**	**2ª Etapa**	**1ª Etapa**
1. Liberdade bancária completa (submetida ao direito: coeficiente de caixa de 100%). Liberdade de escolha de moeda (preponderará o ouro?). 2. Consolidação e alargamento internacional da reforma. 3. Padrão único mundial. 4. Ausência de expansão de crédito. Ligeira e contínua "deflação". 5. Crescimento econômico continuado e sustentado.	1. Abolição do Banco Central (liberdade bancária). Troca do montante total de moeda (notas e antigos depósitos) por ouro. Liberdade de escolha de moeda. 2. Acordo internacional para adotar o padrão-ouro puro com 100 % de Reservas. 3. Padrão único mundial (equivalente a taxas de câmbio fixas). 4. Ausência de expansão de crédito. Ligeira e contínua "deflação" (possível choque inflacionário inicial ao produzir-se mais ouro). 5. Crescimento sustentado, sem crises nas bolsas nem recessões econômicas	1. Banco Central independente. Regra monetária: Crescimento monetário: aprox. 2%. Coeficiente de 100% para os bancos (convertem-se em gestores de fundos de investimento). 2. Cooperação bancária internacional. 3. Taxas de câmbio fixas (mas passíveis de revisão). 4. Ausência de expansão de crédito (o crescimento monetário financia parte da despesa pública). "Estabilidade" do valor da moeda 5. Crises nas bolsas e recessões econômicas praticamente eliminadas	1. Banco Central independente. Regra monetária: Crescimento monetário superior ao aumento da produtividade: aprox. 4% - 6%. 2. Cooperação bancária internacional. 3. Taxas de câmbio fixas (mas passíveis de revisão). 4. Expansão de crédito mais moderada. Inflação moderada. 5. Crises bolsistas e recessões econômicas moderadas.	1. Banco Central dependente do governo: gestão ad hoc sem regra monetária. 2. Nacionalismo monetário. 3. Taxas de câmbio flexíveis. 4. Grande expansão inflacionária e de crédito. 5. Crises nas bolsas e recessões econômicas.

Sistemas menos controlados ← Europa — EUA Japão — **Sistemas mais controlados**

a eliminação da maior parte da legislação administrativa atual emanada pelo banco central para controlar as entidades de depósito e de crédito, de forma que a única responsabilidade seria reduzida para assegurar um crescimento da oferta monetária igual ou ligeiramente inferior, como defende Maurice Allais (cerca de 2% ao ano), ao crescimento da produtividade do sistema econômico.

A importância da terceira e das subsequentes etapas da reforma: a possibilidade de aproveitá-las para amortizar a dívida pública ou as obrigações do sistema de pensões da Previdência Social

A reforma a efetuar no exercício da atividade bancária giraria em torno da ideia de converter os atuais bancos privados em meros gestores de fundos de investimento. Em particular, depois do anúncio e da explicação da reforma aos cidadãos, deveria ser dada a oportunidade aos titulares dos atuais depósitos à vista (ou seus equivalentes) para, em um prazo prudente, poderem manifestar o desejo de optar, ou não, por substitui-los por participações em fundos de investimento (com a advertência de que, se tomassem essa opção, deixariam de ter o valor dos depósitos garantidos e de que a necessidade de liquidez os obrigaria a vender as participações no mercado da bolsa de valores, obtendo o preço que tiverem em cada momento).[96] Cada antigo depositante que optasse por esta solução receberia um número de participações estritamente proporcional ao valor dos depósitos tendo em conta o total de depósitos de cada banco. Cada banco transferiria os seus ativos para um fundo de investimento que englobaria o total de bens e direitos de cada banco (excluindo, basicamente, a parte correspondente aos seu patrimônio líquido).

[96] O depositante em um banco é possuidor de "dinheiro", na medida em que estaria disposto a conservar os depósitos mesmo que não recebesse qualquer tipo de juros do banco. O fato de, em um sistema bancário com reserva fracionária, terem confundido os depósitos com os empréstimos torna aconselhável, em nossa opinião, que se conceda a opção para que, durante um período de tempo prudente, os titulares dos depósitos decidam se os vão converter ou não em participações dos futuros fundos de investimento que venham a se constituir com os ativos dos bancos. Desta forma, tornar-se-ia claro que parte dos depósitos é subjetivamente considerada dinheiro e que parte seria considerada verdadeiro empréstimo aos bancos (o que implica uma perda da disponibilidade da moeda durante um período de tempo), evitando-se assim que, terminada a reforma, se verifiquem desnecessárias e perturbadoras as transferências em massa de investimentos dos possuidores dos depósitos para as participações dos fundos. Como assinala Ludwig von Mises: "*The deposits subject to cheques have a different purpose (than the credits loaned to banks). They are the businessman's cash like coins and bank notes. The depositor intends to dispose of them day by day.* He does not demand interest, *or at least he would entrust the money to the bank even without interest.*" Ludwig von Mises, *Money, Method and the Market Process*, ob. cit., p. 108.

Decorrido o prazo de opção para que os atuais titulares dos depósitos manifestem a vontade sobre se preferem continuar a sê-lo ou, pelo contrário, se pretendem trocar os depósitos por participações dos futuros fundos de investimento que venham a ser criados depois da reforma, o banco central, seguindo as indicações de Frank H. Knight,[97] deverá imprimir em notas de curso legal um valor global idêntico ao somatório de todos os depósitos à vista e equivalentes que se encontrem contabilizados em todos os balanços dos bancos sob o seu controle (excluindo o valor sobre o qual tenha sido exercida a referida opção de troca). É evidente que a emissão desta notas de curso legal por parte do banco central não será de forma alguma inflacionária, uma vez que servirá, única e exclusivamente, para consolidar o montante total de depósitos à vista (e equivalentes), sendo as referidas notas transferidas como colateral para todos os bancos em um valor idêntico aos respectivos depósitos de cada um. Desta forma, seria possível estabelecer de imediato o princípio do coeficiente de caixa de 100%, devendo proibir que os bancos voltassem a conceder empréstimos com base em depósitos à vista. De qualquer forma, estes depósitos deveriam manter sempre um equilíbrio perfeito com a manutenção de uma reserva (em forma de notas em poder dos bancos) integralmente igual ao volume de depósitos à vista ou equivalentes.

Realce-se que Hart propõe que a nova moeda criada pelo banco central como colateral dos depósitos seja entregue a título de *presente* aos bancos. Ora, se a entrega for efetuada desta forma, é óbvio que no balanço dos bancos será gerada uma enorme mais-valia, precisamente no valor dos depósitos à vista que tenham ficado consolidados a 100%.

No entanto, podemos nos perguntar: a quem deve corresponder a soma dos ativos contábeis dos bancos que superem o seu patrimônio líquido? A operação que acabamos de descrever mostra que, historicamente, os bancos privados, ao exercerem a atividade com um coeficiente de reserva fracionária, foram criando meios de pagamento em forma de créditos criados do nada, pelos quais expropriaram, de forma gradual e diluída, uma parte da riqueza do restante dos cidadãos. O montante global da riqueza assim expropriada pela atividade bancária (via processo idêntico ao dos efeitos nos impostos que a inflação tem sobre o governo), depois de levada em conta a diferença entre as receitas e as despesas das entidades bancárias em cada exer-

---

[97] *"The necessary reserve funds will be created by printing paper money and put it in the hands of the banks which need reserves by simple gift. Even so, of course, the printing of this paper would be non-inflationary, since it would be immobilized by the increased reserve requirements."* Ver: Albert G. Hart "'The Chicago Plan' of Banking Reform", ob. cit. pp. 105-106, e a nota de rodapé n.º 1 da p. 106, onde atribui a paternidade desta proposta a Frank H. Knight.

cício, é representado precisamente pelos ativos dos bancos em forma de imóveis, sucursais, equipamentos e, sobretudo, pela soma dos investimentos em empréstimos à indústria e ao comércio, em títulos de valores adquiridos ou não na bolsa e em títulos de dívida pública emitidos pelo governo.[98]

É muito difícil admitir a proposta de Hart segundo a qual a reforma deve se basear em *oferecer* aos bancos o valor das notas de que necessitem para alcançar um coeficiente de caixa de 100%, uma vez que isso levaria a que a soma dos ativos atuais dos bancos privados, ao não ser necessária em termos contábeis como colateral dos depósitos, passaria, do ponto de vista contábil, necessariamente, a ser considerada propriedade dos acionistas dos bancos. Esta solução, que também foi proposta por Murray N. Rothbard,[99] não pare-

---

[98] O fato das notas de banco e os depósitos criados do nada pelo sistema bancário com reserva fracionária gerarem um patrimônio que se poderia considerar lucro dos próprios bancos foi demonstrado originalmente por Mises, como já explicamos no capítulo IV deste livro ao referirmos o caráter permanente e indefinido da fonte de financiamento que caracteriza esses depósitos. O fato de, contabilmente, os créditos criados do nada se terem enquadrado com os depósitos, também criados do nada, oculta o público em geral o fato econômico fundamental de que os depósitos são, em última instância, dinheiro, ou melhor, substitutos monetários perfeitos, que nunca se retiram do sistema bancário, bem como o fato de que os ativos dos bancos são um numeroso patrimônio expropriado de forma diluída aos demais cidadãos, do qual só as instituições bancárias e seus acionistas tiram proveito. É curioso que os próprios banqueiros acabaram por estar implícita ou explicitamente conscientes deste fato, tal como nos indica Karl Marx: "quando emite notas que não estejam cobertas pela reserva metálica acumulada nos cofres, o banco *cria signos de valor que não são simplesmente meios de circulação, mas também, para ele, capital adicional* — embora fictício — no valor nominal destas notas não cobertas. Naturalmente, este capital adicional rende ao banco um lucro adicional. Em *Bank Acts*, 1857, Wilson pergunta a Newmarch: n.º 1563 a circulação das próprias notas de banco, ou seja, o valor que em média permanece nas mãos do público completa o capital efetivo desse banco, não é verdade? Absolutamente verdade". "1564. Todo o lucro que o banco obtém com esta circulação é, portanto, um lucro que provém do crédito e não de um capital realmente possuído por ele? Com certeza"." Marx conclui, pois, que "os bancos criam crédito e capital, primeiro, mediante a emissão de notas de banco próprias; segundo, mediante ordens de pagamento e, terceiro, por meio do pagamento de letras descontadas, cuja capacidade de crédito é estabelecida primordial e essencialmente, pelo menos quanto ao distrito local em causa, pelo endosso do banco." Karl Marx, *El capital: crítica de la economía política*, tradução de Wenceslao Roces, Fondo de Cultura Econômica, México 1973, vol. III, pp. 508-509 (itálicos acrescentados).

[99] Sobre o processo de transição para estabelecer um coeficiente de caixa de 100%, consultar Murray N. Rothbard, *The Mystery of Banking,* ob. cit., pp. 249- 269. Em geral, estamos plenamente de acordo com o programa de transição concebido por Rothbard, exceto no que diz respeito ao *presente* que pretende fazer aos bancos permitindo que fiquem com os ativos que historicamente têm vindo a expropriar da população e que, na minha opinião, seria completamente justificado utilizar para os outros fins que explicamos no texto. O próprio Rothbard reconhece esse ponto fraco da argumentação quando afirma que *"The most cogent criticism of this plan is simply this: Why should the banks receive a gift, even a gift in the process of privatizing the nationalized hoard of gold? The banks, as fractional reserve institutions are and have been responsible for inflation and unsound banking"* (p. 268). Rothbard parece guiar-se pela solução que propõe no próprio livro com o objetivo de evitar que a conversão para o 100% só seja efetuada em relação às notas e não aos depósitos, o que seria, evidentemente, deflacionário. No entanto, aparentemente, não se lembrou da ideia que propomos no texto. Além disso, é preciso recordar que, como já referimos no final da nota 87, pouco antes do falecimento, Rothbard mudou de opinião e propôs trocar por ouro apenas as notas em circulação (deixando à margem os depósitos bancários).

ce equitativa, uma vez que se há grupo de agentes econômicos que historicamente tirou proveito do privilégio de conceder, de forma expansiva, créditos sem cobertura de poupança real, esse é, precisamente, o constituído pelos acionistas dos bancos (na medida em que tão lucrativa atividade não lhes tenha sido, por sua vez, expropriada pelo governo, obrigando-os a utilizar uma parte da massa monetária que criaram para financiar o próprio estado).

A soma dos ativos da atividade bancária privada pode e deve ser transferida para os ativos de um conjunto de fundos de investimento imobiliário, cuja gestão deverá ser a atividade principal das entidades bancárias privadas depois de efetuada a reforma. Quem deverão ser os titulares das participações correspondentes a esses fundos de investimento e cujo valor no momento da conversão coincidirá com o valor agregado de todos os ativos do sistema bancário (exceção feita aos que correspondam ao patrimônio líquido dos seus accionistas)? *Propomos que estas participações nos fundos de investimento de nova criação que se constituam como ativos dos bancos sejam trocados pelos títulos vigentes da dívida pública que tenham sido emitidos em todos os estados que se encontrem constrangidos por um grande valor de dívida pública.* A ideia é muito simples: os detentores de títulos de dívida pública em vigor verão os títulos trocados pelas correspondentes participações nos fundos de investimento que sejam constituídos com os ativos dos bancos.[100] Desta forma, seria eliminada grande parte (ou até a totalidade) da dívida emitida pelo estado, favorecendo a todos os cidadãos, que, a partir do momento da reforma, deixariam de ter de financiar, por impostos, o pagamento dos respectivos juros da dívida. Além disso, os atuais titulares da dívida pública não sairiam prejudicados, uma vez que os os títulos de rendimento fixo seriam trocados ou substituídos por participações em fundos de investimento, que, a partir do momento da reforma, teriam um valor de mercado reconhecido e uma rentabilidade determinada.[101] Existem ainda outras possíveis obri-

---

[100] O ideal seria que a mencionada troca fosse efetuada aos respectivos preços de mercado, dos títulos da dívida pública e das participações dos correspondentes fundos de investimento. Para isso seria necessário que estes se criassem e estivessem algum tempo no mercado antes que se processasse a troca correspondente (sobretudo considerando o volume de depositantes que previamente optassem por deixar de o ser, convertendo-se em titulares de fundos.

[101] Exemplificando, é preciso assinalar que o montante global dos depósitos à vista e equivalentes existentes em Espanha, em 1997, rondava os 60 trilhões de pesetas, sendo o valor da dívida pública vigente em mãos de particulares nessa data de quase 40 trilhões. Desta forma, a troca que propomos poderia ser efetuada sem maiores traumas e permitiria amortizar, de uma vez toda, a dívida pública sem prejudicar os possuidores, nem criar tensões inflacionistas desnecessárias. Por outro lado, é preciso recordar que os bancos são titulares de uma parte importante da dívida pública viva, pelo que, no seu caso, em vez de se efetuar a troca, se faria um mero cancelamento contábil. A diferença entre os 60 trilhões de depósitos à

gações do estado (por exemplo, no campo das pensões da Previdência Social pública) cuja troca pelas correspondentes participações nos fundos de investimento criados com os ativos dos bancos poderia também ser realizada alternativa ou complementarmente e com efeitos econômicos muito benéficos.

O Quadro IX-2 apresenta de forma esquemática a forma como ficaria dividido o patrimônio do ativo e do passivo contábil do balanço agregado dos bancos, depois de consolidados todos os depósitos com um coeficiente de reserva de 100% e de criados os respectivos fundos de investimento com os ativos. A partir desse momento, a atividade dos bancos consistiria fundamentalmente na *gestão* dos fundos de investimento constituídos com os ativos, sendo que podem obter novos empréstimos (diretamente ou em forma de novas participações nos referidos fundos) e investi-los cobrando uma pequena percentagem pela intermediação e/ou gestão desse tipo de negócios. Da mesma forma, poderiam continuar a desenvolver as demais atividades (legítimas) que exerciam até esse momento (prestação de serviços de pagamento, transferências, caixa, contabilidade, etc.) cobrando os preços de mercado correspondentes pelos serviços.

Em todo o caso, na terceira etapa, manter-se-ia a cooperação internacional (e as taxas de câmbio fixas mas passíveis de revisão) e, depois da consolidação dos depósitos com um coeficiente de reserva de 100%, a expansão de crédito seria completamente eliminada. Como dissemos, o banco central limitar-se-ia a aumentar a quantidade de moeda em uma pequena percentagem, utilizando tal aumento para financiar parte das despesas do estado, como propõe Maurice Allais,[102] e nunca para efetuar compras de mercado aberto ou expandir diretamente o crédito, como foi feito sem qualquer controle na tentativa fracassada de reforma bancária na Argentina do general Perón. Como consequência das reformas anteriores, as crises bolsistas e as recessões econômicas seriam

visa e equivalentes que se consolidariam com um coeficiente de caixa de 100 % e os 40 trilhões de dívida pública poderia ser utilizada para realizar parcialmente uma troca semelhante em relação a outras obrigações financeiras do Estado (no âmbito das pensões públicas da Previdência Social, por exemplo). Em todo o caso, o montante disponível para fazer este tipo de trocas é o que restaria depois da subtração dos valores correspondentes aos titulares de depósitos que livremente tivessem optado por a eles renunciar, decidindo trocá-los por participações de valor equivalente nos referidos fundos de investimento.

[102] Maurice Allais exige não só que o crescimento monetário seja utilizado para financiar as despesas correntes do Estado (diminuindo-se desta forma os impostos diretos e, concretamente, o imposto sobre o rendimento), mas também que a atividade de bancos de depósito (com um coeficiente de reserva de 100%) seja radicalmente separada da de bancos de investimento, dedicados a emprestar a terceiros o dinheiro que previamente tiver recebido em forma de empréstimo. Ver: Maurice Allais, "Les conditions monétaires d'une économie de marchés", ob. cit. Pode ser encontrada uma análise detalhada das medidas de transição propostas por Allais nas pp. 319-320 do livro *L'Impôt sur le capital et la réforme monétaire*, ob. cit. A separação radical entre os bancos de depósito e os bancos de investimento é defendida também por F.A. Hayek na obra *Denationalisation of Money*, ob. cit.

praticamente eliminadas e, a partir de então, o comportamento no mercado de poupadores e investidores seria muito mais coordenado.

Gráfico IX-2 — Balanço Agregado dos BANCOS (convertidos em meros gestores de fundos)

∑ Ativo		∑ Passivo
Ativos correspondentes ao Patrimônio Líquido próprio (dos acionistas do banco).	=	Patrimônio Líquido existente antes da reforma (propriedade dos acionistas do banco).
Notas de banco emitidas como colateral do montante agregado de depósitos e entregues aos bancos para que mantenham um coeficiente de caixa de 100%, a partir do momento da reforma.	=	∑ Depósitos à vista e equivalentes cujos titulares decidem não converter em participações no fundo. (Corresponde à maior parte do passivo contábil dos bancos antes da reforma.)
Soma do resto dos Ativos do sistema bancário que são transferidos para fundos de investimento pelos bancos. (A dívida pública em poder dos bancos é cancelada contabilmente.)	=	∑ de participações dos fundos de recém-criação que se trocam pelos títulos vigentes de dívida pública e, se possível, são usados para liquidar parcial ou totalmente outras obrigações estatais (pensões públicas, etc.).
TOTAL ATIVO	=	TOTAL PASSIVO

O total M (oferta monetária) é o mesmo antes e depois da consolidação dos depósitos à vista com um coeficiente de caixa de 100% em notas de banco.

Na nossa opinião, o estabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% é uma condição necessária e prévia para a abolição definitiva do banco central, que deveria acontecer na *quarta etapa*. De fato, depois do ssitema bancário privado estar submetido ao Direito, seria exigida a completa liberdade bancária, sendo possível eliminar os resquícios de legislação proveniente do banco central e, até, o próprio banco central. Isto exigiria a substituição da atual moeda fiduciário emitido de forma monopolista pelo banco central por uma moeda privada que, devido à impossibilidade de dar um salto no vazio estabelecendo um padrão monetário artificial que não tenha surgido de forma evolutiva, deveria ser constituído por aquilo que a Humanidade considera historicamente que é a moeda por excelência: o ouro.[103] Murray N. Rothbard estudou apro-

[103] A impossibilidade de substituir a atual moeda fiduciária por padrões monetários privados de natureza artificial é uma conclusão teórica do "teorema regressivo da moeda" que explicamos na nota 34 acima. Por isso, Murray N. Rothbard é especialmente crítico em relação a autores como Hayek, Greenfield ou Yeager, que, em determinados momentos, propuseram a criação de um sistema monetário artificial baseado em uma "cesta de mercadorias". De acordo com Rothbard, "*it is precisely because economic history is pathdependent that we don't want to foist upon the future a system that will not work, and that will not work largely because such indices and media cannot emerge 'organically' from individual actions on the market. Surely, the idea in dismantling the government and return (or advancing) to a free market is to be as consonant with the market as possible, and to eliminate government intervention with the greatest possible dispatch. Foisting upon the public a bizarre scheme at variance with the nature and functions of money and of the market, is precisely the kind of technocratic social engineering from which the world has suffered far too much in the twentieth century.*" Murray N. Rothbard, "Aurophobia: or Free Banking on what Standard?", *The Review of Austrian Economics*, vol.

fundadamente o processo de troca de todas as notas emitidas pelo banco central americano (Reserva Federal) por ouro, o que seria feito depois do estabelecimento de um coeficiente de caixa de 100% para todos os depósitos bancários. Com base em dados de 1981, chega à conclusão de que o preço por onça de ouro em dólares que permitiria fazer esta troca seria de 1,696 dólares por onça. Nos últimos 15 anos, este preço aumentou consideravelmente, pelo que, tendo em conta que, em 1997, o preço do ouro era de cerca de 350 dólares a onça, é evidente que, em um país com uma economia tão importante como os Estados Unidos, a privatização completa da moeda fiduciária e sua troca por ouro exigiria aumentar o valor do ouro em cerca de vinte vezes o valor atual a preços de mercado.[104] Este aumento significativo do preço do ouro levaria inicialmente a um substancial aumento da oferta, o que, no entanto, só se verificaria uma vez e não teria graves efeitos perturbadores sobre a estrutura produtiva real.[105]

Depois da estabilização das condições relativas à produção e à distribuição de ouro, poderíamos dizer que nos encontramos na *quinta e última etapa* do processo de privatização do sistema financeiro e bancário, que se caracterizaria pela liberdade bancária absoluta (submetida ao Direito e, portanto, com um coeficiente de reserva de 100% nos depósitos à vista) e pela existência de um padrão-ouro único mundial com 100% de reservas, em um contexto de ligeira e gradual "deflação" e de crescimento econômico continuado e sustentado. De qualquer forma, o processo evolutivo

---

VI, n.º 1, 1992, nota de rodapé 14 da p. 107. O curioso título deste artigo de Rothbard tem como objetivo realçar a insistência de muitos teóricos em prescindir do ouro (que é a moeda histórica por excelência) quando realizam as sua elucubrações mentais acerca de qual seria a moeda privada ideal. Sobre a crítica ao teorema regressivo da moeda feita por Richard H. Timberlake (ver o seu artigo "A Critique of Monetarist and Austrian Doctrines on the Utility and Value of Money", *The Review of Austrian Economics*, n.º 1, 1987 pp. 81-96), consultar o artigo de Murray N. Rothbard "Timberlake on the Austrian Theory of Money: A Comment", publicado em *The Review of Austrian Economics*, vol. II, ano 1988 pp. 179-187. Rothbard assinala acertadamente que Timberlake se empenha em considerar que a moeda tem, como qualquer outro bem, uma utilidade subjetiva direta, sem notar que, ao contrário dos bens de consumo e de produção, a única utilidade da moeda é como meio de troca, pelo que é irrelevante o volume absoluto da mesma para cumprir a função. Assim, é imprescindível recorrer ao "teorema regressivo da moeda" (que não é mais do que uma versão retrospectiva da teoria de Menger sobre o surgimento evolutivo da moeda) para explicar de que forma os agentes econômicos calculam o próprio poder de compra em função do que tiveram no passado, evitando assim cair em um vicioso raciocínio circular.

[104] Murray N. Rothbard, "The Case for a Genuine Gold Dollar", cap. I de *The Gold Standard: An Austrian Perspective*, ob. cit., p. 14.

[105] Assim, seria desnecessária e prejudicial a proposta feita em 1937 por F. A. Hayek. Em referência ao estabelecimento de um coeficiente de reserva de 100% para os bancos em um contexto de padrão-ouro, Hayek concluía que: *"it would clearly require as an essential complement an international control of the production of gold, since the increase in the value of gold would otherwise bring about an enormous increase in the supply of gold. But this would only provide a safety valve probably necessary in any case to prevent the system from becoming all too rigid."* F.A. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, ob. cit., p. 82. Em todo o caso, o choque inflacionário inicial poderia ser minorado se, durante os anos anteriores à passagem para a quarta etapa, os bancos centrais injetassem os seus 2% de aumento da oferta monetária em forma de compras de mercado aberto do metal amarelo.

de experimentação no campo monetário e financeiro continuaria e não é possível prever se o ouro continuaria a ser indefinidamente a moeda eleita pelo mercado como meio de troca ou se, no futuro, a variação das circunstâncias e condições da sociedade daria origem, de forma espontânea e evolutiva, ao surgimento de um padrão alternativo (bimetálico ou não).

Nesta quinta e última etapa, na qual um único padrão-ouro se alargaria a todo o mundo, seria conveniente chegar a um acordo internacional entre os diferentes países que, com o objetivo de evitar que a transição referida tivesse efeitos reais desnecessários (para lá do inevitável choque inicial de feição inflacionária provocado pela maior afluência de ouro ao mercado decorrente do aumento do valor), exigiria o estabelecimento prévio de uma estrutura de taxas de câmbio fixas entre todas as divisas. Desta forma é possível avaliar de forma homogênea toda a oferta mundial de meios fiduciários, redistribuindo as quantias de ouro dos bancos centrais de todo o mundo pelos agentes econômicos e os bancos privados dos diferentes países em uma proporção correspondente aos depósitos e notas de cada um.

Assim terminaria a última etapa do processo de privatização do setor bancário e financeiro e se reiniciaria o processo espontâneo de experimentação do mercado no âmbito monetário e financeiro, processo esse que foi historicamente interrompido com a nacionalização da moeda e a criação e consolidação dos bancos centrais.

A aplicação da teoria da reforma do sistema financeiro e bancário ao processo de unificação monetária europeia e à construção do setor financeiro nas antigas economias do socialismo real

As considerações anteriores sobre a reforma do sistema bancário e financeiro ocidental podem ser úteis para a concepção e a gestão do sistema monetário europeu, que tanto interesse gerou entre os especialistas na matéria.[106] Têm pelo menos a vantagem de indicar sempre qual é a direção adequada que o sistema monetário europeu deve ter e os perigos que é preciso evitar. Assim, parece evidente que seria bom evitar um sistema de moedas nacionais monopolistas competindo entre si em um contexto caótico

[106] Ver, por exemplo, o livro *España y la unificación monetaria europea: una reflexión crítica*, Ramón Febrero (ed.), Editorial Abacus, Madrid, 1994. Outros trabalhos de interesse sobre esta polêmica são os de Pascal Salin, *L'unité monétaire europééne: au profit de qui?*, publicado por Economica, Paris, 1980; e também o trabalho de Robin Leigh Pemberton, *The Future of Monetary Arrangements in Europe*, Institute of Economic Affairs, Londres, 1989.

de taxas de câmbio flexíveis, bem como criar e manter um banco central europeu que impeça a concorrência entre moedas em um amplo espaço econômico, não afronte os objetivos da reforma bancária (coeficiente de caixa de 100%), não assegure uma estabilidade monetária pelo menos tão grande como a que teria a moeda nacional mais estável em cada momento histórico e seja, em suma, um obstáculo definitivo para efetuar posteriores reformas que consistam na eliminação do órgão central de planificação financeira (banco central). Por isso, podemos, talvez, argumentar que o modelo mais praticável e adequado a curto e médio prazo seria o de introduzir em toda a Europa uma completa liberdade de escolha de moedas públicas e privadas de dentro e de fora da União Europeia. As moedas nacionais, que, por razões de tradição, continuassem a ser utilizadas seriam colocadas em um sistema de taxas de câmbio fixas[107] que disciplinaria o comportamento da política monetária de cada país em função da que tivesse uma política mais solvente e estável em cada momento. Desta forma, ao menos ficaria aberta a porta para que, no futuro, qualquer Estado-nação da União Europeia tivesse a possibilidade de avançar nas três linhas de reforma monetária e bancária fundamentais (liberdade de escolha de moeda, liberdade bancária e coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista). Assim, como afirma Maurice Allais, os estados forçariam os demais membros da União e seguir a boa liderança monetária.

Como se optou pelo caminho de estabelecer um Banco Central Europeu, devemos insistir que as críticas ao mesmo e à moeda única europeia se baseiem na falta de aproximação ao ideal do padrão-ouro puro com um coeficiente de reserva de 100%, e não, como se ouve de muitos teóricos liberais (principalmente da Escola de Chicago), no fato de impossibilitar a sobrevivência do velho nacionalismo monetário com taxas de câmbio flexíveis. Um padrão monetário único para toda a Europa e tão rígido quanto possível, além de representar uma saudável aproximação ao padrão-ouro puro, pode completar o quadro institucional do sistema de comércio livre europeu ao impedir as manipulações monetárias de cada país membro e ao obrigar os países com estruturas mais rígidas (por exemplo, a Espanha) a efetuar as reformas flexibili-

[107] Sobre as diferentes ideias de Europa e o papel das nações, pode consultar-se Jesús Huerta de Soto, "Teoría del Nacionalismo Liberal", em *Estudios de Economía Política,* ob. cit., cap. 18, pp. 197-213. A prescrição a favor das taxas de câmbio fixas é tradicional entre os teóricos da Escola Austríaca que a consideram como um *second best* de aproximação ao sistema monetário ideal de padrão-ouro em que os fluxos econômicos se veriam livres de perturbações monetárias desnecessárias. A análise mais exaustiva sobre as taxas de câmbio fixas na Escola Austríaca está incluída no livro de F. A. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, obra já citada. Por sua vez, Mises também defende as taxas de câmbio fixas (ver o livro *Omnipotent Government: The Rise of the Total State and Total War*, Arlington House, Nova York 1969, p. 252 e também *Human Action*, ob. cit., pp. 750-791). Uma boa análise do ponto de vista austríaco da teoria econômica a favor das taxas de câmbio fixas pode ser encontrada no livro de José Antonio de Aguirre *La moneda única europea*, Unión Editorial, Madrid 1990, pp. 35 e ss.

zadoras que sejam necessárias para poder competir em um ambiente em que o recurso a uma política monetária nacional inflacionista para acomodar as próprias inflexibilidades estruturais já não seja possível.

O mesmo poderia ser dito em relação ao necessário estabelecimento de um sistema bancário e financeiro para as antigas economias de socialismo real da Europa Oriental. Embora seja necessário reconhecer que, depois de décadas em um sistema de planificação central, a situação inicial destas economias é muito desfavorável. A verdade é que, a atual situação de transição para uma economia de mercado constitui uma oportunidade única extremamente importante para evitar os graves erros que até agora cometemos no Ocidente neste campo e para procurar avançar imediatamente para a terceira ou quarta etapa do nosso projeto de reforma. No caso da extinta União Soviética, cujas abundantes reservas de ouro permitiriam o estabelecimento de um padrão-ouro puro, isso seria muito benéfico para esse país, que saltaria direto para a quarta etapa de forma perfeitamente possível. De qualquer forma, se estes países não aprenderem com o Ocidente e pretenderem, copiando toscamente o Ocidente, estabelecer um sistema bancário de reserva fracionária dirigido por um banco central, os problemas financeiros de cada momento levarão à adoção de políticas descontroladas de expansão de crédito, com um grave prejuízo para a estrutura produtiva. Favorecer-se-á, assim, a especulação desenfreada, dando ensejo a um clima de descontentamento social que poderá até pôr em perigo a transição global destas sociedades para uma economia de mercado plena.[108]

6
Conclusão: o sistema bancário em uma sociedade livre

A teoria da moeda, do crédito bancário e dos mercados financeiros constitui o desafio teórico mais importante para a Ciência Econômica

---

[108] No capítulo VI (nota 108), já nos referimos às graves crises bancárias que deflagraram na Rússia, na República Checa, na Romênia, na Albânia, na Letônia e na Lituânia, por estes países não terem seguido as recomendações que apresentamos no texto. Ver ainda Richard Layard e Andrea Richter, "Who Gains and Who Loses from Russian Credit Expansion?", *Communist Economies and Economic Transformation*, vol. 6, n.º 4, 1994, pp. 459-472. Sobre os diferentes problemas enfrentados pelos projetos de reforma monetária nos países ex-comunistas, consultar, entre outros, *The Cato Journal*, vol. XII, n.º 3, Inverno de 1993; e também o trabalho de Stephen H. Hanke, Lars Jonung e Kurt Schuler, *Russian Currency and Finance*, Routledge, Londres 1993, onde os autores propõem o estabelecimento de um sistema de "caixa de conversão" como modelo ideal de transição monetária para a extinta União Soviética. Pelas razões indicadas na nota 89, consideramos este projeto de reforma muito menos adequado do que a nossa proposta de estabelecer um padrão-ouro puro com um coeficiente de caixa de 100% usando as substanciais reservas de ouro da Rússia.

no limiar do século XXI. De fato, não é demais afirmar que depois de resolvido o "*gap* teórico" representado pela análise do socialismo, o campo mais desconhecido e ao mesmo tempo mais importante foi o monetário. Como tentamos mostrar pormenorizadamente ao longo deste livro, nesta área continuam a imperar os erros metodológicos, a confusão teórica e, como consequência, a coação sistemática de origem governamental. As relações sociais que envolvem a moeda são, de longe, as mais abstratas e difíceis de entender, pelo que o conhecimento social gerado pelas mesmas é o mais vasto, complexo e inapreensível. Tudo isto fez com que a coação sistemática exercida pelos governos e bancos centrais neste campo seja, de longe, a mais danosa e prejudicial. Em todo o caso, o atraso intelectual da teoria monetária e bancária não deixou de ter efeitos graves sobre a evolução da economia mundial, como prova o fato de, já em pleno século XXI, as economias de mercado continuarem a ser afetadas por graves ciclos recorrentes de auge e recessão.

No entanto, a reflexão econômica sobre os problemas bancários é muito antiga e pode remontar até mesmo, como vimos, aos teóricos da Escola de Salamanca. Mais próxima de nós, encontra-se a discussão entre a "Escola Bancária" e a "Escola Monetária", por meio da qual foram definidos os alicerces do desenvolvimento posterior da doutrina. Por outro lado, esforçamo-nos por demonstrar que não existe coincidência total entre a Escola defensora da liberdade bancária e a Escola Bancária, por um lado, e a Escola defensora do banco central e a Escola Monetária, por outro. De fato, embora muitos dos defensores da liberdade bancária tenham sustentado a sua posição nos falazes e defeituosos argumentos inflacionistas da Escola Bancária, e a maioria dos teóricos da Escola Monetária tenham pretendido atingir os objetivos de solvência financeira e estabilidade econômica por meio da criação de um banco central que pusesse fim aos abusos, houve, desde o início, distintos teóricos da Escola Monetária que consideraram impossível e utópico pensar que o banco central não iria agravar ainda mais os problemas que surgissem. Estes estudiosos estavam conscientes de que a melhor forma de limitar a criação de meios fiduciários e de obter a estabilidade monetária era por intermédio de um sistema bancário livre submetido, tal como os demais agentes econômicos, aos princípios tradicionais do direito civil e comercial (ou seja, um coeficiente de caixa de 100% para os depósitos à vista). Paradoxalmente, quase todos os defensores da Escola Bancária acabaram por aceitar de bom grado o estabelecimento de um banco central que, como emprestador de última instância, asseguraria e perpetuaria os privilégios expansionistas de uma atividade bancária privada que, cada vez com mais afinco, pretendia dedicar-

-se ao lucrativo “negócio” de criar meios fiduciários pela expansão de crédito, sem ter de se preocupar muito com problemas de liquidez, graças à cobertura dada em todos os momentos por um banco central, emprestador de última instância.

Além disso, os teóricos da Escola Monetária (*Currency School*), embora corretos em quase todas as contribuições teóricas, foram incapazes de perceber que os defeitos que atribuíram corretamente à liberdade de emissão de meios fiduciários em forma de notas por parte dos bancos estavam igualmente presentes, embora de forma oculta e sub-reptícia e, logo, mais perigosa, no “negócio” de concessão expansiva de créditos com base em depósitos à vista dos bancos. Estes teóricos também erraram ao proporem, como política mais adequada, o estabelecimento de uma legislação que acabava apenas com a liberdade de emissão de notas sem lastro em ouro metálico, bem como a constituição de um banco central para defender os princípios monetários mais solventes. Só Ludwig von Mises, seguindo a tradição de Modeste, Cernuschi, Hübner e Michaelis, foi capaz de notar que a prescrição dos teóricos da Escola Monetária a favor do banco central era errônea e que a melhor e única maneira de atingir os saudáveis princípios monetários da Escola era por meio de um sistema de bancos livres submetidos, sem privilégios, ao direito privado (com um coeficiente de caixa de 100%).

O fracasso da maioria dos teóricos da Escola Monetária foi fatal. Estes teóricos foram os responsáveis pelo fato da Lei de Peel de 1844, apesar das boas intenções, ter esquecido de eliminar a criação de crédito fiduciário, como fez em relação às notas de banco. Alem disso, acabaram por dar cobertura ao estabelecimento de um sistema de bancos centrais que, mais tarde, e sobretudo devido à influência negativa dos teóricos da Escola Bancária, acabou por ser utilizado para justificar e estimular políticas de descontrole monetário e excesso financeiro muito piores do que as que originalmente se procurava resolver.

Por isso, não podemos considerar que o banco central, entendido como órgão de planificação central no campo bancário e monetário, é um produto natural do desenvolvimento dos processos de mercado. Pelo contrário, foi imposto de forma coerciva a partir de fora como resultado da tentativa dos governos para tirarem proveito das muito lucrativas possibilidades proporcionadas pelos bancos com reserva fracionária. Na realidade, os governos se desviaram da função essencial ao deixarem de definir e defender adequadamente o direito de propriedade dos depositantes dos bancos e ao tirarem proveito, em benefício próprio, das possibilidades praticamente ilimitadas de criação de moeda e de crédito dadas pelo estabelecimento de um coefi-

ciente de reserva fracionário (para as notas e os depósitos). Assim, em grande medida, os governos encontraram na violação dos princípios do direito de propriedade no que respeita aos depósitos à vista essa tão ansiada *pedra filosofal* que lhes deu a possibilidade de se financiarem ilimitadamente, sem terem de recorrer aos impostos.

A implantação de um verdadeiro sistema bancário livre deverá ser acompanhado pelo restabelecimento do coeficiente de reserva de 100% das quantidades recebidas em forma de depósitos à vista, cuja violação inicial é a origem de todos os problemas bancários e monetários que deram origem ao sistema financeiro atual, fortemente controlado e regulado pelos estados.

Trata-se, em última instância, de aplicar ao campo bancário e monetário a importante ideia seminal de Hayek segundo a qual, sempre que uma regra tradicional de conduta é violada, seja por coerção institucional do governo ou por meio da concessão de privilégios especiais a certas pessoas ou entidades, mais cedo ou mais tarde, acabarão sempre por surgir consequências muito prejudiciais e não desejadas em grave prejuízo do processo espontâneo de cooperação social.

Como vimos nos três primeiros capítulos deste livro, a norma tradicional de conduta violada no caso do negócio bancário é o princípio do Direito segundo o qual, no contrato de depósito de bens fungíveis (por exemplo, dinheiro), a tradicional obrigação de custódia, elemento essencial no depósito não fungível, se materializa na exigência de que se mantenha, em todos os momentos, uma reserva de 100% do bem fungível (dinheiro) recebido em depósito, de forma que qualquer uso dessa quantia, particularmente a concessão de créditos com base no mesmo, sempre encerra uma violação desse princípio e, logo, um ato ilegítimo de apropriação indevida.

Ao longo da história, os banqueiros não demoraram a sentir-se tentados a violar a referida norma tradicional de conduta, usando o dinheiro dos depositantes em benefício próprio. Em um primeiro momento, isto aconteceu de forma envergonhada e secreta, uma vez que os banqueiros ainda tinham a consciência de que se tratava de um procedimento errado. Só mais tarde, em uma altura em que obtiveram do governo o *privilégio* de utilizar o dinheiro dos depositantes, quase sempre em forma de créditos, que, inicialmente, foram muitas vezes concedidos ao próprio governo, conseguiram que a violação do princípio tradicional do Direito fosse efetuada de forma aberta e legal. Inicia-se desta forma a já tradicional relação de cumplicidade e a coligação de interesses entre governos e bancos, o que explica as relações de "compreensão" e de "cooperação" existentes

entre os dois tipos de instituições que, hoje em dia, podem ser observadas, com pequenas diferenças, em todos os países ocidentais e em quase todas as circunstâncias. Na verdade, os banqueiros depressa notaram que a violação do princípio tradicional do Direito mencionado levava a uma atividade financeira que lhes proporcionava grandes lucros, mas que exigia a existência de um emprestador de última instância, o banco central, que lhes proporcionasse a necessária liquidez em momentos de apuro, momentos esses que a experiência demonstrava acabavam sempre por aparecer, mais cedo ou mais tarde, de forma recorrente. Além disso, o banco central seria também responsável por orquestrar de forma conjunta e coordenada o crescimento da expansão de crédito, impondo a todos os cidadãos o curso legal ou forçoso da moeda monopolista por ele emitida.

Não obstante, as negativas consequências sociais deste *privilégio* concedido aos banqueiros (mas não a qualquer outro indivíduo ou entidade) não foram, no entanto, inteiramente compreendidas até aos desenvolvimento, por parte de Mises e Hayek, da chamada teoria austríaca do ciclo econômico, que se sustenta na teoria monetária e do capital e que analisamos nos capítulos V a VII deste livro. Em suma, o que os teóricos da Escola Austríaca demonstraram foi que empenhar-se em perseguir o objetivo teoricamente impossível (do ponto de vista jurídico-contratual e técnico-econômico) de oferecer um contrato constituído de elementos essencialmente incompatíveis entre si, que tenta de combinar simultaneamente elementos próprios dos fundos de investimento (e, em especial, o que consiste na possibilidade de obter juros dos depósitos realizados) com elementos do contrato tradicional de depósito (que, por definição permitirá a retirada do seu valor nominal em qualquer momento), mais cedo ou mais tarde, mas sempre de forma inevitável, levará a inevitáveis reajustamentos espontâneos, primeiro em forma de expansões descontroladas da oferta monetária, inflação, má distribuição generalizada dos recursos produtivos a nível microeconômico e, por fim, recessão, liquidação dos erros induzidos pela expansão de crédito na estrutura produtiva e desemprego massivo.

É necessário que se compreenda que o privilégio concedido aos bancos para poder exercer a atividade com um coeficiente de reserva fracionário representa um evidente atentado à correta definição e defesa dos direitos de propriedade dos depositantes por parte das autoridades governamentais, definição e defesa essas que são indispensáveis para o correto funcionamento de toda a economia de mercado. Como acontece sempre que os direitos de propriedade não são definidos e defendidos adequadamente, verifica-se um efeito de “tragédia dos bens comuns”, em virtude do qual os bancos estão especialmente

inclinados para tentar expandir, antes e em maior grau do que os concorrentes, a base de crédito. Por isso, o sistema bancário baseado em reserva fracionária tende sempre à expansão mais ou menos descontrolada, mesmo nos casos em que é "vigiado" por um banco central que, ao contrário do que normalmente ocorreu até agora, se preocupe seriamente (e não apenas retoricamente) em estabelecer limites.

Em síntese, o objetivo essencial da política monetária deveria consistir em submeter os bancos aos princípios tradicionais do direito civil e comercial, de acordo com os quais cada indivíduo e cada empresa deverá cumprir as próprias obrigações (coeficiente de caixa de 100%) respeitando os termos acordados em cada contrato.

Por outro lado, temos de ser críticos em relação à maior parte da literatura que, a partir da publicação do livro de Hayek, intitulado *Denationalization of Money,* no final da década de 1970, defendeu o modelo de bancos livres com reserva fracionária. A conclusão mais importante que podemos retirar de toda essa literatura é que os autores não percebem que cometem frequentemente os velhos erros da Escola Bancária. É o que acontece com os trabalhos de White, Selgin e Dowd. Nada temos a objetar em relação à insistência sobre as vantagens de autocontrole das expansões de crédito que se obtêm com um sistema de compensação interbancária, e, neste sentido, o sistema proposto por eles ofereceria melhores resultados do que o atual sistema de bancos centrais, tal como salientou inicialmente Ludwig von Mises. No entanto, os bancos livres com reserva fracionária não deixam de ser uma segunda escolha, que não seria capaz de impedir uma conduta coligada dos diferentes bancos como resultado de uma onda de otimismo excessivo na concessão de créditos. De qualquer forma, esses autores não percebem que, enquanto subsistir o privilégio de reserva fracionária, será, na prática, impossível prescindir do banco central. Em suma, como temos vindo a argumentar neste livro, a única forma de acabar com o órgão de planificação central no campo bancário e de crédito (banco central) é eliminando o privilégio de reserva fracionária do qual, atualmente, os banqueiros tiram proveito. Trata-se de um condição necessária, mas não suficiente, uma vez que exige ainda a abolição completa do sistema bancário central e a privatização da moeda fiduciária queo sistema criou até agora.

Caso se pretenda defender um sistema financeiro e monetário verdadeiramente estável, que proteja, na medida do possível, nossas economias, será necessário: (1) assegurar a completa liberdade de escolha da moeda, a partir de um padrão metálico (ouro) que substituiria todos os meios fiduciários até agora emitidos; (2) estabelecer um sistema de liberdade bancária; e (3) o mais importante, fazer com que

todos os agentes envolvidos no sistema de liberdade bancária a partir desse momento respeitem e cumpram, em geral, as normas e os princípios tradicionais do Direito e, em particular, o princípio segundo o qual ninguém, nem sequer os banqueiros, pode gozar do privilégio de emprestar aquilo que recebeu em depósito à vista (ou seja, estabelecer um sistema bancário livre com um coeficiente de reserva de 100%).

Enquanto os princípios teóricos e jurídicos essenciais associados à moeda, ao crédito bancário e aos ciclos econômicos não forem completamente entendidos pelos especialistas na matéria e, em geral, pelos cidadãos, receamos que o mundo continue a sofrer graves recessões econômicas, que irão se repetir enquanto os bancos centrais mantiverem o poder de emitir papel moeda de curso legal e enquanto os bancos privados gozarem do privilégio concedido pelos governos para operar com uma reserva fracionária. E, concluímos o presente livro como o começamos, afirmando que, para nós, depois da histórica queda teórica e real do socialismo, o principal desafio que os economistas profissionais e os amantes da liberdade enfrentam neste século é o de lutar com todas as forças intelectuais contra a instituição do sistema bancário central e contra a manutenção do privilégio que, hoje, gozam aqueles que exercem a atividade bancária privada.

Bibliografia

ABRAMS, M.A., *Money in a Changing Civilisation*, John Lain, Londres 1934.

AGUIRRE, J.A. de, *El poder de emitir dinero: De J. Law a J.M. Keynes*, Unión Editorial, Madri 1985.

AGUIRRE, J.A. de, *La moneda única europea*, Unión Editorial, Madri 1990.

ALBÁCAR LÓPEZ, J.L. y SANTOS BRIZ, J., *Código Civil: doctrina y jurisprudencia*, tomo VI, Editorial Trivium, Madri 1991.

ALBALADEJO, M., *Derecho Civil, II, Derecho de las obligaciones: los contratos en particular y las obligaciones no contractuales*, Librería Bosch, Barcelona 1975.

ALBALADEJO, M. (ed.), *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, Editorial Revista del Derecho Privado EDERSA, Madri 1982.

ALCHIAN, A.A. y ALLEN, W.R., *University Economics*, Wadsworth Publishing, Belmont, California, 1964.

ALDERFER, E.B. y MICHEL, H.E., *Economics of American Industry*, McGraw-Hill, 3.ª edição, Nova York 1957.

ALONSO NEIRA, M.A., «Hayek Triangle», en *An Eponymous Dictionary of Economics: A Guide to Laws and Theorems Named after Economists,* J. Segura y C. Rodríguez Braun (eds.), Edward Elgar, Cheltenham 2004.

ALLAIS, M., «Les Faux Monnayeurs», *Le monde*, 29 de outubro de 1974.

ALLAIS, M., *L' Impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann Éditeurs, Paris 1989.

ALLAIS, M., «Les conditions monétaires d'une économie de marchés: des enseignements du passé aux réformes de demain», *Revue d'économie politique*, n.º 3, maio-julho de 1993, pp. 319-367.

ALLEN, R.L., *Irving Fisher: A Biography*, Blackwell, Oxford 1993.

ANDERSON, B.M., *Economics and the Public Welfare: A Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*, Liberty Press, Indianápolis 1979.

ANDREU GARCÍA, J.M., «El coeficiente de caja óptimo y su posible vinculación con el déficit público», *Boletín económico de Información Comercial Española*, 29 de junho a 5 de julho de 1987, pp. 2425 y ss.

ANDREU GARCÍA, J.M., «En torno a la neutralidad del coeficiente

de caja: el caso español», *Revista de economía*, n.º 9.

ANES, R., «El Banco de España (1874-1914): un banco nacional», *La banca española en la Restauración*, vol. I, Servicio de Estudios del Banco de España, Madri 1974.

ANGELL, J.W., «The 100 Percent Reserve Plan», *The Quarterly Journal of Economics*, novembro de 1935, vol. L, n.º 1, pp. 1-35.

ARANSON, P.H., «Bruno Leoni in Retrospect», *Harvard Journal of Law and Public Policy*, verão 1988.

ARENA, R., «Hayek and Modern Business Cycle Theory», en *Money and Business Cycles: The Economics of F.A. Hayek*, M. Colonna y H. Hagemann (eds.), ob. cit., vol. I, cap. 10, pp. 203-217.

ARROW, K.J., «Uncertainty in the Welfare Economics of Medical Care», *American Economic Review*, vol. 53, 1963, pp. 941-973.

ARROW, K.J., «The Economics of Moral Hazard: Further Comments», *American Economic Review*, vol. 58, 1968, pp. 537-53.

AZPILCUETA, M. de, *Comentario resolutorio de cambios*, Consejo Superior de Investigaciones Científicas, Madri, 1965. Edição príncipe espanhola publicada por Andrés de Portonarijs, Salamanca 1556. Edição portuguesa publicada com o título de *Comentario resolutorio de onzenas*, Ioam de Barreyra, Coimbra 1560.

BACKHAUS, J., HEIJMANN, W., NANTJES, A. y VAN OPHEM, J. (eds.), *Economic Policy in an Orderly Framework: Liber Amicorum for Gerrit Meijer,* Lit Verlag, Münster 2003.

BAGUS, P., «La tragedia de los bienes comunales y la escuela austriaca: Gardin, Hoppe, Huerta de Soto, y Mises», *Procesos de Mercado*, vol. I, n.º 2, Outono 2004, pp. 125-139.

BAGUS, P., «Asset Prices - An Austrian Perspective», *Procesos de Mercado*, Vol. II, n.º 2, Outono 2007, pp. 57-93.

BAJO FERNÁNDEZ, M., PÉREZ MANZANO, M. e SUÁREZ GONZÁLEZ, C., *Manual de derecho penal*, Parte Especial, «Delitos Patrimoniales y Económicos», Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madri 1993.

BARNES, H.E., *Historia de la economía del mundo occidental hasta principios de la Segunda Guerra Mundial*, traducido al español por Florencio Muñoz, Unión Tipográfica Editorial Hispano-Americana, México 1967.

BARNETT, W. e BLOCK, W., «On Hayekian Triangles», *Procesos de Mercado*, vol. III, n.º 2, Outono 206, pp. 39-142.

BARRALLAT, L., *La banca española en el año 2000: un sector en transición*, Ediciones de las Ciencias Sociales, Madri 1992.

BECKER, G.S., «A Proposal for Free Banking», cap. II de *Free Banking: Volume III, Modern Theory and Policy*, Lawrence H. White (ed.), ob. cit., pp. 20-25.

BELDA, F., «Ética de la creación de créditos según la doctrina de Molina, Lessio y Lugo», *Pensamiento*, n.º 19, ano 1963, pp. 53-89.

BELTRÁN, L., «Sobre los orígenes hispanos de la economía de mercado», en *Ensayos de economía política*, Unión Editorial, Madri 1996, pp. 234-254.

BELL, D. y KRISTOL, I. (eds.), *The Crisis in Economic Theory*, Basic Books, Nova York 1981.

BENEGAS LYNCH, A., *Poder y razón razonable*, Librería «El Ateneo» Editorial, Buenos Aires y Barcelona 1992.

BENHAM, F., *British Monetary Policy*, P.S. King & Shaw, Londres 1932.

BERENGER, J., *El Imperio de los Habsburgo 1273-1918*, Editorial Crítica, Barcelona 1993.

BIRNER, J. y VAN ZIJP, R. (eds.), *Hayek, Co-ordination and Evolución: His Legacy in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas,* Routledge, Londres 1994.

BISMANS, F. y MOUGEOT, C., «Austrian business cycle theory: Empirical evidence», *The Review of Austrian Economics*, vol. 22, n.º 3, setembro 2009, pp. 241-257.

BLANCHARD, O.J. y FISCHER, S., *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Massachusetts, 1990.

BLAUG, M., *Economic Theory in Retrospect*, 3.ª edição, Cambridge University Press, Cambridge 1978 (1.ª edição, Richard D. Irwin, 1962; 5.ª edição Cambridge University Press, 1996).

BLAUG, M., «Hayek Revisited», *Critical Review*, vol. 7, n.º 1, inverno de 1993, pp. 51- 60.

BLOCK, W., «Fractional Reserve Banking: An Interdisciplinary Perspective», cap. III del libro *Man, Economy, and Liberty: Essays in Honor of Murray N. Rothbard*, Walter Block y Llewellyn H. Rockwell (eds.), The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, 1988, pp. 24-32.

BLOCK, W., «Henry Simons is Not a Supporter of Free Enterprise», *The Journal of Libertarian Studies,* vol. 16, n.º 4, Outono 2002.

BLOCK, W. y ROCKWELL, L.H. (eds.), *Man, Economy, and Liberty:*

Essays in Honor of Murray N. Rothbard, The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, 1988.

BLOCK, W. e GARSCHINA, K.M., «Hayek, Business Cycles and Fractional Reserve Banking: Continuing the De-Homogenization Process», *The Review of Austrian Economics*, vol. 9, n.º 1 (1996), pp. 77-94.

BOETTKE, P., «Where Did Economics Go Wrong? Modern Economics As a Flight From Reality», *Critical Review*, n.º 1, inverno de 1997, pp. 11-64.

BOETTKE, P. y PRYCHITKO, D.L. (eds.), *The Market Process: Essays on Contemporary Austrian Economics*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra 1994.

BOGAERT, R., *Banques et Banquiers dans les Cités Grecques*, A.W. Sijthoff, Leyden, Holanda, 1968.

BÖHM-BAWERK, E.v., *Kapital und Kapitalzins: Geschichte und Kritik der Kapitalzins - theorieen*, Verlag der Wagner'schen Universitäts--Buchhandlung, Innsbruck 1884; traduzido ao espanhol por Carlos Silva, *Capital e interés: historia y crítica de las teorías sobre el interés*, Fondo de Cultura Económica, México 1986, e ao inglês por Hans F. Senholz, *Capital and Interest,* vol. I, Libertarian Press, South Holland, Illinois 1959.

BÖHM-BAWERK, E.v., *Kapital und Kapitalzins: Positive Theorie des Kapitales*, Verlag der Wagner'schen Universitäts-Buchhandlung, Innsbruck 1889. Existe uma tradução ao inglês de Hans F. Sennholz com o título de *Capital and Interest: Positive Theory of Capital*, Libertarian Press, South Holland, Illinois, 1959. E outra ao espanhol de José Antonio de Aguirre, publicada com o título de *Teoría positiva del capital*, Unión Editorial y Ediciones Aosta, Madri 1998.

BÖHM-BAWERK, E.v., «Professor Clark´s Views on the Genesis of Capital», *Quarterly Journal of Economics*, IX, 1895, pp. 113-131; reproducido en las pp. 131-143 de *Classics in Austrian Economics*, Israel M. Kirzner (ed.), volumen I, ob. cit.

BÖHM-BAWERK, E.v., «Capital and Interest Once More», *Quarterly Journal of Economics*, novembro de 1906 y fevereiro de 1907.

BÖHM-BAWERK, E.v., «The Nature of Capital: A Rejoinder», *Quarterly Journal of Economics*, novembro de 1907.

BOORMAN, J.D., y HAVRILESKY, T.M., *Money Supply, Money Demand and Macroeconomic Models*, Allyn & Bacon, Boston 1972.

BORCH, K.H., *Economics of Insurance*, North Holland, Amsterdam e Nova York 1990.

BRESCIANI-TURRONI, C., *Le vicende del marco tedesco*, Università Bocconi Editrice, Milão 1931. Tradução ao inglês por Millicent E. Savers com o título de *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*, Routledge, Londres 1937 y Augustus M. Kelley, Londres e Nova York 1968.

BRESCIANI-TURRONI, C., *Curso de economía política*, vol. II, *Problemas de economía política*, Fondo de Cultura Económica, México 1961.

BUTOS, W.N., «The Recession and Austrian Business Cycle Theory: An Empirical Perspective», *Critical Review*, vol. VII, n.ºs 2-3, primavera e verão de 1993.

CABRILLO, F., «Traducciones al espanol de libros de economía política (1850-1880)», *Moneda y Crédito*, n.º 147, dezembro de 1978, pp. 71-103.

CABRILLO, F., *Quiebra y liquidación de empresas: un análisis económico del derecho espanol*, Unión Editorial, Madri 1989.

CABRILLO, F. , «Los Economistas y la ética del ahorro», *Papeles de economía espanola*, n.º 47, 1991, pp. 173-178.

CABRILLO, F. (ed.), *Lecturas de economía política*, Minerva Ediciones, Madri 1991.

CABRILLO, F., *El nacimiento de la economía internacional*, Espasa Calpe, Madri 1991.

CAGAN, P., *Determinance and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960*, Columbia University Press, Nova York 1965.

CALDWELL, B., *Beyond Positivism: Economic Methodology in the Twentieth Century*, 2.ª edição, Routledge, Londres 1994.

CAMPOS, J.G. e BARELLA, A., *Diccionario de refranes*, Anejos del Boletín de la Real Academia Espanola, Madri 1975.

CANTILLON, R., *Essai sur la nature du commerce en général*, publicado (anônima e falsamente) por Fletcher Gyles, Holborn, Londres 1755. Traduzido al español por Rubén Sánchez Sarto, Fondo de Cultura Económica, México 1978.

CARANDE, R., *Carlos V y sus banqueros*, 3 volumes, Editorial Crítica, Barcelona e Madri 1987.

CARILLI, A.M. y DEMPSTER, G.M., «Is the Austrian Business Cycle Still Relevant?», *The Review of Austrian Economics*, vol. 21, n.º 4, dezembro 2008, pp. 271-281.

CASAS PARDO, J., *Curso de Economía*, 5.ª edição, Madri 1985.

CASTAÑEDA CHORNET, J., *Lecciones de teoría económica*, Editorial

Aguilar, Madri 1972.

CENTI, J.P., «Hayekian Perspectives on the Monetary System: Toward Fiat Private and Competitive Moneys», *Austrian Economics Today I,* vol. 7, FAZ Buch, Frankfurt 2003, pp. 89-103.

CERNUSCHI, H., *Mécanique de l'échange*, A. Lacroix, Paris 1865.

CERNUSCHI, H., *Contre le billet de banque*, Guillaumin, Paris 1866.

CICERÓN, M.T., *De re publica*, The Loeb Classical Library, Cambridge, Massachusetts, 1961. Traduzido ao espanhol por Antonio Fontán com o título de *Sobre la república*, Gredos, Madri 1974.

CIPOLLA, C.M., *El gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*, tradução ao espanhol de Juan Vivanco, Editorial Crítica, Barcelona 1994.

CLARK, J.B., «The Genesis of Capital», *Yale Review*, n.º 2, novembro de 1893, pp. 302- 315.

CLARK, J.B., «The Origin of Interest», *Quarterly Journal of Economics*, n.º 9, abril de 1895, pp. 257-278.

CLARK, J.B., *The Distribution of Wealth*, Macmillan, Nova York 1899; reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York 1965.

CLARK, J.B., «Concerning the Nature of Capital: A Reply», *Quarterly Journal of Economics*, maio de 1907.

CLOUGH, S.B., *La evolución económica de la civilización occidental*, Ediciones Omega, Barcelona 1970.

COCHIN, H., *Memoire pour Richard Cantillon, intimé & appellant. Contre Jean & Remi Carol, appellants and intimez*, Andre Knapen, Paris 1730 (encadernado junto com Maître Normand, *Memoire pour Jean & Remi Carol*).

COCHRAN, J.P. y GLAHE, F.R., *The Hayek - Keynes Debate: Lessons For Current Business Cycle Research*, The Edmin Mellen Press, Lewiston, Nova York 1999.

COHEN, E.E., *Athenian Economy and Society: A Banking Perspective*, Princeton University Press, Princeton, Nova Jersey, 1992.

COLMEIRO, M., *Historia de la economía política espanola*, tomo II (1863), Fundación Banco Exterior, Madri 1988.

COLONNA, M. y HAGEMANN, H., (eds.), *Money and Business Cycles: The Economics of F.A. Hayek*, 2 vols., Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1994.

COLUNGA, A. y TURRADO, L. (eds.), *Biblia Sacra iuxta Vulgatam Clementinam,* Biblioteca de Autores Cristianos (B.A.C.), Madri 1994.

COPPA-ZUCCARI, P., *Il deposito irregolare*, Biblioteca dell «Archivio Giuridico Filippo Serafini», vol. VI, Modena 1901.

COPPA-ZUCCARRI, P., «La natura giuridica del deposito bancario», *Archivio Giuridico «Filippo Serafini»*, vol. IX (nueva serie), Módena 1902, pp. 441-472.

CORONA RAMÓN, J.F., *Una introducción a la teoría de la decisión pública («Public Choice»)*, Instituto Nacional de Administración Pública, Alcalá de Henares e Madri 1987.

CORONEL DE PALMA, L., *La evolución de un banco central*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madri 1976.

COSTOUROS, G.J., «Development of Banking and Related Book-Keeping Techniques in Ancient Greece», *International Journal of Accounting*, 7/2, 1973, pp. 75-81.

COURCELLE-SENEUIL, J.G., *La banque libre: exposé des fonctions du commerce de banque et de son application à l'agriculture suivi de divers écrits de controverse sur la liberté des banques*, Guillaumin, Paris 1867.

COURCELLE-SENEUIL, J.G., *Tratado teórico y práctico de las operaciones de la Banca*, Bouret, Paris 1874.

COVARRUBIAS Y LEYVA, D., *Veterum collatio numismatum*, publicada em las *Omnia opera*, Salamanca 1577. Tradução parcial de Atilano Rico Seco incluída nos *Textos jurídico-políticos*, selecionados e recopilados por Manuel Fraga Iribarne, Instituto de Estudios Políticos, Madri 1957.

COWEN, T., *Risk and Business Cycles: New and Old Austrian Perspectives*, Routledge, Londres 1997.

CUELLO CALÓN, E., *Derecho penal*, tomo II, Parte Especial, vol. 2, 13.ª edição, Editorial Bosch, Barcelona 1972.

CUNNINHAM WOOD, J. y WOODS, R.N. (eds.), *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, Routledge, Londres e Nova York 1991.

CURRIE, L., *The supply and Control of Money in the United States, together with a proposed revision of the monetary system of the United States submitted to the Secretary of the Treasury, September 1934*, publicado con un artículo de Karl Brunner «On Lauchlin Currie's contribution to monetary theory», Russel & Russel, Nova York 1968.

CHAFUEN, A.A., *Christians for Freedom: Late-Scholastic Economics*, Ignatius Press, San Francisco 1986; edição espanhola com apresentação de Rafael Termes, *Economía y ética: raíces cristianas de la economía de libre mercado*, Editorial Rialp, Madri 1986.

CHECKLAND, S.G., *Scottish Banking: A History, 1695-1973*, Collins,

Glasgow 1975.

CHURRUCA, J. de, «La quiebra de la banca del cristiano Calisto (c.a. 185-190)», *Seminarios Complutenses de Derecho Romano*, fevereiro--maio 1991, Madri 1992, pp. 61-86.

DABIN, J., *La teoría de la causa: estudio histórico y jurisprudencial*, traduzido por Francisco de Pelsmaeker e adaptado por Francisco Bonet Ramón, 2.ª edição, Editorial Revista de Derecho Privado, Madri 1955.

DAVANZATI, B., *A Discourse upon Coins*, J.D. and J. Churchill, Londres 1696.

DAVENPORT, H.J., *The Economics of Enterprise* (1913), Augustus M. Kelley, Reprints of Economic Classics, Nova York 1968.

DAVENPORT, N., «Keynes in the City», *Essays on John Maynard Keynes*, Milo Keynes (ed.), Cambridge University Press, Cambridge 1975.

DAVIES, J.R., «Chicago Economists, Deficit Budgets and the Early 1930's», *American Economic Review*, n.º 58, junho de 1968.

DE LA TORRE MUÑOZ MORALES, I., *Los templarios y el origen de la banca*, Editorial Dilema, Madri 2004.

DE ROOVER, R., *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1963.

DELVAUX, T. e MAGNEE, M.E., *Les nouveaux produits d'assurance--vie*, Editions de L'Université de Bruxelles, Bruselas, Bélgica, 1991.

DEMÓSTENES, *Discursos privados I*, Biblioteca Clásica Gredos, Editorial Gredos, Madri 1983.

DEMÓSTENES, *Discursos privados II*, Biblioteca Clásica Gredos, Editorial Gredos Madri 1983.

DEMPSEY, B.W., *Interest and Usury*, Introdução de Joseph A. Schumpeter, American Council of Public Affairs, Washington D.C., 1943.

DIAMOND, D.W. e DYBVIG, P.H., «Bank runs, deposit insurance and liquidity», *Journal of Political Economy,* n.º 91, pp. 401-403.

DÍEZ-PICAZO, L. e GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, Sexta edição, Editorial Tecnos, Madri 1989.

DIMAND, R.W., «Irving Fisher and Modern Macroeconomics», *American Economic Review*, volume 87, n.º 2, maio de 1997, pp. 442-444.

DIMAND, R.W., «Hawtrey and the Multiplier», *History of Political Economy*, vol. 29, n.º 3, Outono de 1997, pp. 549-556.

DOLAN, E.G. (ed.), *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Sheed & Ward, Kansas City 1976.

DORN, J.A. (ed.), *The Future of Money in the Information Age*, Cato Institute, Washington D.C., 1997.

DOWD, K., *The State and the Monetary System*, Saint Martin's Press, Nova York 1989.

DOWD, K., *The Experience of Free Banking*, Routledge, Londres e Nova York 1992.

DOWD, K., *Laissez-Faire Banking*, Routledge, Londres e Nova York 1993.

DRUCKER, P.F., «Toward the Next Economics», *The Crisis in Economic Theory*, Daniel Bell e Irving Kristol (eds.), Basic Books, Nova York 1981.

DUNCAN MACRAE, C., «A Political Model of the Business Cycle», *Journal of Political Economy*, vol. 85, ano 1977, pp. 239-263; traduzido ao espanhol com o título de «Un Modelo Político del Ciclo Económico», *Hacienda pública espanola*, n.º 52, ano 1988, pp. 240-255.

DURBIN, E.F.M., *Purchasing Power and Trade Depression: A Critique of Under-Consumption Theories*, Jonathan Cape, Londres e Toronto 1933.

DURBIN, E.F.M., *The Problem of Credit Policy*, Chapman & Hall, Londres 1935.

EBELING, R., «The Great Austrian Inflation», *The Freeman*, Abril 2006, pp. 2-3.

EATWELL, J., MILGATE, M. e NEWMAN, P., *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, (4 volumes) Macmillan, Londres 1987. Segunda edição editada por Steven N. Durlauf y Lawrence, (8 volumes), Palgrave Macmillan 2008).

ERIAS REY, A. e SÁNCHEZ SANTOS, J.M., «Independencia de los bancos centrales y política monetaria: una síntesis», *Hacienda pública espanola*, n.º 132, 1995, pp. 63- 79.

ESCARRA, J., ESCARRA, E. e RA ULT, J., *Principes de droit commercial*, Recueil Sirey, Paris 1947.

ESTEY, J.A., *Tratado sobre los Ciclos Económicos*, Fondo de Cultura Económica, México 1948.

FEBRERO, R. (ed.), *España y la unificación monetaria europea: una reflexión crítica*, Editorial Abacus, Madri 1994.

FEBRERO, R. (ed.), *Qué es la economía*, Ediciones Pirámide, Madri 1997.

FELDBERG, M., JOWEL, K., MULHOLLAND, S., (eds.), *Milton*

Friedman in South Africa, Graduate School of Business of the University of Capetown, Johannesburgo, Afríca do Sul, 1976.

FERNÁNDEZ, T.R., *Comentarios a la ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito*, Serie de Estudios de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, Madri 1989.

FERRER SAMA, A., *El delito de apropiación indebida*, Publicaciones del Seminario de Derecho Penal de la Universidad de Murcia, Editorial Sucesores de Nogués, Murcia 1945.

FETTER, F.A., «Interest Theory and Price Movements», *American Economic Review*, vol. XVII, n.º 1, 1926, pp. 72 y ss.

FETTER, F.A., *Capital, Interest, and Rent*, Sheed Andrews & McMeel, Kansas City 1977.

FIGUEROLA, L., *Escritos económicos*, edição y estudio preliminar de Francisco Cabrillo Rodríguez, Instituto de Estudios Fiscales, Madri 1991.

FISHER, I., «What is Capital?», *Economic Journal*, n.º 6, dezembro de 1896, pp. 509-534.

FISHER, I., *The Nature of Capital and Income*, Macmillan, Nova York 1906.

FISHER, I., *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises*, Macmillan, Nova York 1911 y 1925; reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York 1963.

FISHER, I., *100 Percent Money*, Adelphi Company, Nova York 1935.

FISHER, I.N., *My Father Irving Fisher*, A Reflection Book, Nova York 1956.

FRASER, H.F., *Great Britain and the Gold Standard*, Macmillan, Londres 1933.

FRIEDMAN, M., «A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability», *American Economic Review*, vol. 38, n.º 3 (1948), pp. 245-264.

FRIEDMAN, M., *Una teoría de la función de consumo*, Alianza Editorial, Madri 1973; originariamente publicado em inglês com o título de *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton 1957.

FRIEDMAN, M., *Un programa de estabilidad monetaria y reforma bancaria*, tradução ao espanhol de Enrique Mas Montañés, publicado por Ediciones Deusto, Bilbao 1970; originariamente publicado em inglês por Fordham University Press, Nova York 1959.

FRIEDMAN, M., *Dollars and Deficits*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nova Jersey, 1968; Traduzido ao espanhol por Alberto Luis Bixio y publicado com o título de *Dólares y Déficit*, Emecé Editores,

Buenos Aires 1971.

FRIEDMAN, M., «Comment on the Critics», incluído en Robert J. Gordon (ed.), *Milton Friedman's Monetary Framework*, Chicago University Press, Chicago 1974.

FRIEDMAN, M., «Has Gold Lost its Monetary Role?», *Milton Friedman in South Africa*, Meyer Feldberg, Kate Jowel y Stephen Mulholland (eds.), Graduate School of Business of the University of Capetown, Johannesburgo, Afríca do Sul, 1976.

FRIEDMAN, M., *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, Chicago 1979.

FRIEDMAN, M., «Quantity Theory of Money», *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., Eatwell, J., Milgate, M. y Newman P. (eds.), vol. 4, pp. 3-20.

FRIEDMAN, M., «The 'Plucking Model' of Business Fluctuations Revisited», *Economic Inquiry*, vol. XXX, abril de 1993, pp. 171-177.

FRIEDMAN, M. e SCHWART Z, A.J., *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1971.

FRIEDMAN, M. e SCHWART Z, A.J., *Monetary Trends in the United States and United Kingdom: Their Relation to Income, Prices and Interest Rates, 1867-1975*, The University of Chicago Press, Chicago 1982.

FRIEDMAN, M. e SCHWART Z, A.J., «Has Government any Role in Money?», *Journal of Monetary Economics*, n.º 17, ano 1986, pp. 37-72, reeditado como cap. XXVI do livro *The Essence of Friedman*, Kurt R. Leube (ed.), Hoover Institution Press, Stanford University, California, 1986, pp. 499-525.

FULLARTON, J., *On the Regulation of Currencies, being an examination of the principles on which it is proposed to restrict, within certain fixed limits, the future issues on credit of the Bank of England and of the other banking establishments throughout the country*, John Murray, Londres, 1844, 2.ª edição revisada de 1845.

GALIANI, F., *Della moneta*, Giuseppe Raimondi, Nápoles 1750.

GALLATIN, A., *Considerations on the Currency and Banking System of the United States*, Carey & Lea, Philadelphia 1831.

GARCÍA DEL CORRAL, I.L. (ed.), *Cuerpo de derecho civil romano: a doble texto, traduzido al espanhol del lati*m, Traduzido ao espanhol por Ildefonso L. García del Corral y reeditado por Editorial Lex Nova, Valladolid 1988, 6 volumes.

GARCÍA-GARRIDO, M.J., «La Sociedad de los Banqueros (*Societas Argentaria*)», *Studi in onore di Arnaldo Biscardi*, vol. III, Milão 1988.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «Los depósitos bancarios de dinero y su documentación», publicado en *La Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, outubro-dezembro de 1993, pp. 919-1008.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «Depósitos bancarios y protección del depositante», em *Contratos Bancarios,* Colegios Notariales de España, Madri 1996, pp. 119-266.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «El depósito bancario de efectivo», en *Contratos bancários y parabancarios* (VV.AA.), Edit. Lex Nova, Valladolid 1998, cap. XXII, pp. 888- 1001.

GARCÍA RUIZ, J. L., «Luis Maria Pastor: un economista en la España de Isabel II», *Revista de historia económica*, ano XIV, 1996, n.º 1, pp. 205-225.

GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, publicado pelo mesmo, Madri 1975.

GARRISON, R.W., «Austrian Macroeconomics: A Diagrammatical Exposition», originariamente publicado en las pp. 167-201 del libro *New Directions in Austrian Economics*, Louis M. Spadaro (ed.), Sheed Andrews & McMeel, Kansas City, 1978; posteriormente este trabalho foi reeditado como livro independente pelo Institute for Humane Studies no ano 1978.

GARRISON, R.W., «The Austrian-Neoclassical Relation: A Study in Monetary Dynamics», Tese de doutorado lida na Universidade da Virginia, 1981.

GARRISON, R.W., «Time and Money: The Universals of Macroeconomic Theorizing», *Journal of Macroeconomics*, vol. VI, n.º 2, primavera de 1984.

GARRISON, R.W., «The Roaring Twenties and the Bullish Eighties: The Role of Government in Boom and Bust», *Critical Review*, volumen 7, nos 2-3, primavera-verão 1993, p. 259-276.

GARRISON, R.W., «The Limits of Macroeconomics», *The Cato Journal: An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, vol. XII, n.º 1, 1993.

GARRISON, R.W., «What about Expectations?: A Challenge to the Austrian Theory», 2.ª Austrian Scholars Conference, 4-5 de abril de 1997, Auburn University, manuscrito não publicado.

GARRISON, R.W., *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure,* Routledge, Londres e Nova York 2001; tradução espanhola, *Tiempo y Dinero: La macroeconomía de la estructura del capital,* Unión Editorial, Madri 2005.

GELLERT, W., KUSTNER, H., HELLWICH, M., y KASTNER, H. (eds.), *The Concise Encyclopedia of Mathematics*, Van Nostrand, Nova York 1975.

GEYER, P., *Banken und Krisen*, T.O. Weigel, Leipzig 1865.

GEYER, P., *Theorie und Praxis des Zettelbankwesens nebst einer Charakteristik der Englischen, Französischen und Preussischen Bank*, Fleischmann's Buchhandlung, Munich 1867.

GHERITY, J.A., «The Evolution of Adam Smith's Theory of Banking», *History of Political Economy*, vol. 26, n.º 3, Outono de 1994, pp. 423-441.

GIL PELÁEZ, L., *Tablas financieras, estadísticas y actuariales*, 6.ª edição corrigida e ampliada, Editorial Dossat, Madri 1977.

GIMENO ULLASTRES, A., «Un impuesto llamado inflación», *Homenaje a Lucas Beltrán*, Editorial Moneda y Crédito, Madri 1982, pp. 803-823.

GLASNER, D., *Free Banking and Monetary Reform*, Cambridge University Press, Cambridge 1989.

GLASNER, D., «The Real-Bills Doctrine in the Light of the Law of Reflux», *History of Political Economy*, vol. 24, n.º4, inverno de 1992, pp. 867-894.

GODOFREDO, D. (ed.), *Corpus iuris civilis*, Genebra 1583.

GOLDSTEIN, I. y PAUZNER, A., «Demand-Deposit Contracts and the Probability of Bank Runs», *The Journal of Finance,* vol. LX, n.º 3, junho 2005, pp. 1293-1327.

GÓMEZ CAMACHO, F., «Introducción» a Luis de Molina, *La teoría del justo precio*, Editora Nacional, Madri 1981.

GOODHART, C.A.E., *The Business of Banking 1891-1914*, Weidenfeld & Nicholson, Londres 1972.

GOODHART, C.A.E., *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2.ª edição, 1990.

GOODHART, C.A.E., «The Free Banking Challenge to Central Banks», publicado em *Critical Review*, vol. 8, n.º 3, verão de 1994, pp. 411-425.

GOODHART, C.A.E., «What Should Central Banks Do? What Should be their Macroeconomic Objectives and Operations?», *The Economic Journal*, novembro de 1994, n.º 104, pp. 1424-1436.

GOODHART, C.A.E., *The Central Bank and the Financial System*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1995.

GORDON, R.J. (ed.), *Milton Friedman's Monetary Framework*, Chicago University Press, Chicago 1974.

GORDON, R.J., «What is New-Keynesian Economics», *Journal of Economic Literature*, n.º 28, setembro de 1990.

GRAHAM, F.D., «Partial Reserve Money and the 100 Percent Proposal», *American Economic Review*, XXVI, ano 1936, pp. 428-440.

GRANGER, C.W.J., «Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross- Spectral Methods», *Econometrica*, 37, n.º 3, 1969, pp. 428 e ss.

GRANGER, C.W.J., «Testing for Causality: A Personal Viewpoint», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2, n.º 4, novembro de 1980, pp. 330 e ss.

GRASSEL, W. y SMITH, B., *Austrian Economics: History and Philosophical Background*, Croom Helm, Londres e Sydney 1986.

GRAZIANI, A. (Sr.), «Sofismi sul risparmio», en *Rivista Bancaria*, dezembro de 1932, reeditado em sua *Studi di Critica Economica*, Società Anonima Editrice Dante Alighieri, Milão 1935, pp. 253-263.

GRAZIANI, A. (Jr.), «Book Review of Stephen Kresge and Leif Wenar (eds.), *Hayek on Hayek: an Autobiographical Dialogue*», *The European Journal of the History of Economic Thought*, volume 2, n.º 1, primavera 1995, pp. 230-232.

GREAVES, B.B., « How to Return to the Gold Standard», *The Freeman: Ideas on Liberty*, novembro de 1995, pp. 703-707.

GREGORY, T.E., *Gold, Unemployment and Capitalism*, P.S. King & Shaw, Londres 1933.

GRICE-HUTCHINSON, M., *The School of Salamanca: Readings in Spanish Monetary Theory, 1544-1605*, Clarendon Press, Oxford 1952.

GRICE-HUTCHINSON, M., *El pensamiento económico en España (1177-1740)*, traduzido ao espanhol por Carlos Rochar y revisado por Joaquín Sempere, Editorial Crítica, Barcelona 1982.

GRICE-HUTCHINSON, M., «The Concept of the School of Salamanca: Its Origins and Development», cap. 2 de *Economic Thought in Spain: Selected Essays of Marjorie Grice-Hutchinson*, ob. cit., p. 25. Este artigo se encontra publicado em espanhol com o título de «El concepto de la Escuela de Salamanca: sus orígenes y desarrollo», *Revista de historia económica*, VII (2), primavera-verão de 1989.

GRICE-HUTCHINSON, M., *Economic Thought in Spain: Selected Essays of Marjorie Grice- Hutchinson*, Laurence S. Moss y Christopher K. Ryan (eds.), Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1993; tradu-

ção espanhola de Carlos Rodríguez Braun y María Blanco González, Alianza Editorial, Madri 1995.

GROENVELD, K., MAKS, J.A.M. e MUYSKEN, J. (eds.), *Economic Policy and the Market Process: Austrian and Mainstream Economics*, North-Holland, Amsterdam 1990.

GULLÓN, A. e DÍEZ-PICAZO, L., *Sistema de derecho civil*, 6.ª edição, Editorial Tecnos, Madri 1989.

HABERLER, G., *Der Sinn der Indexzahlen: Eine Untersuchung über den Begriff des Preisniveaus und die Methoden seiner Messung*, Verlag von J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tubinga 1927.

HABERLER, G., «Monetary Equilibrium and the Price Level in a Progressive Economy», *Economica*, fevereiro de 1935, pp. 75-81; reeditado em Gottfried Haberler, *The Liberal Economic Order: Volume II, Money and Cycles and Related Things*, Anthony Y.C. Koo (ed.), Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1993, pp. 118-125.

HABERLER, G., *Prosperidad y depresión: análisis teórico de los movimientos cíclicos*, versão espanhola de Gabriel Franco e Javier Márquez, Fondo de Cultura Económica, México 1942. A edição original em inglês e francês apareceu en 1937.

HABERLER, G., «Money and the Business Cycle», publicado em 1932 e reeditado em *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, The Ludwig von Mises Institute, Washington D.C. 1978, pp. 7-20.

HABERLER, G., *Selected Essays of Gottfried Haberler,* Anthony Y. Koo (ed.), Cambridge, Massachusetts, 1985.

HABERLER, G., *The Liberal Economic Order: Volume II, Money and Cycles and Related Things*, Anthony Y.C. Koo (ed.), Edward Elgar, Inglaterra, 1993.

HABERLER, G., «Reviewing A Book Without Reading It», *Austrian Economics Newsletter*, inverno 1995, n.º 8; referência em *The Journal of Economic Perspectives*, volume 10, n.º 3, verão 1996, p. 188.

HAGEMANN, H. y COLONNA, M., (eds.), *Money and Business Cycles: The Economics of F.A. Hayek*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra 1994.

HAHN, L.A., *Economía política y sentido común*, Editorial Aguilar, Madri 1979.

HALL, R.E., «Macrotheory and the Recession of 1990-1991», *American Economic Review*, maio de 1993, pp. 275-279.

HANKE, S.H., JONUNG, L. e SCHULER, K., *Russian Currency and*

Finance, Routledge, Londres 1993.

HARCOURT, G.C., *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, Cambridge University Press, Cambridge 1972.

HARDIN, G. y BADEN, J., (eds.), *Managing the Commons*, Freeman, San Francisco 1970.

HART, A.G., «The 'Chicago Plan' of Banking Reform», *Review of Economic Studies*, n.º 2, 1935, pp. 104-116.

HAWTREY, R.G., «Review of Hayek's *Prices and Production*», *Economica*, n.º 12, 1932, pp. 119-125.

HAWTREY, R.G., *The Art of Central Banking*, Longmans, Londres 1932.

HAWTREY, R.G., *Capital and Employment*, Longmans Green, Londres 1937.

HAYEK, F.A., «Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Überwindung der Krise von 1920», *Zeitschrift für Volkswirtschaft und Socialpolitik*, n.º 5, ano 1925, vols. I-III, pp. 25-63 y vols. IV-VI, pp. 254-317. Traduzido ao inglês com o título de «The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis» e publicado como cap. I de *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry (ed.), The University of Chicago Press, Chicago 1984.

HAYEK, F.A. «Das intertemporale Gleichgewichtssystem der Preise und die Bewegungen des 'Geldwertes'», publicado en el *Weltwirtschaftliches Archiv*, n.º 2, ano 1928, pp. 36-76. Traduzido ao inglês com o título de «Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money» y publicado en *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry (ed.), The University of Chicago Press, Chicago 1984, pp. 71-118. Existe outra tradução ao inglês publicada com o título de «The System of Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the `Value of Money´», en *Classics in Austrian Economics: A sampling in the History of a Tradition*, Israel M. Kirzner (ed.), vol. III (*The Age of Mises and Hayek*), William Pickering, Londres 1994, pp. 161-198.

HAYEK, F.A., «Gibt es einen `Widersinn des Sparens´?», *Zeitschrift Für Nationalökonomie*, Bd. I, Heft III, 1929; traducido e publicado em inglês com o título de «The 'Paradox' of Saving», *Economica*, maio de 1931, e depois incluído como apêndice no livro «*Profits, Interest and Investment» and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, 1.ª edição de George Routledge & Sons, 1939, e reeditado por Augustus M. Kelley, Clifton 1975, pp. 199-263.

HAYEK, F.A., *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Beitrage zur Konjuntkturforschung, herausgegeben vom Österreischischen Institut für Konjunkturforschung, n.º 1, Hölder-Pichler-Tempski, A.G., Viena y Leipzig 1929; Traduzido ao inglês por N. Kaldor e publicado com o título de *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Routledge, Londres 1933, e Augustus M. Kelley, Clifton, Nova Jersey, 1975. Edição espanhola de Luis Olariaga, *La teoría monetaria y el ciclo económico*, Espasa Calpe, Madri 1936.

HAYEK, F.A., «Reflexions on *The Pure Theory of Money* of Mr. J.M. Keynes (1)», *Economica*, vol. XI, n.º 33, agosto de 1931, pp. 270-295. Reeditado en *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, John Cunningham Wood y Ronald N. Woods (eds.), Routledge, Londres 1991; e também em *Contra Keynes and Cambridge: Essays, Correspondence, The Collected Works of F.A. Hayek*, Vol. 9, Bruce Caldwell (eds.), Routledge, Londres 1995; tradução ao espanhol publicada por Unión Editorial, Madri 1996.

HAYEK, F.A., «Reflexions on *The Pure Theory of Money* of Mr. J.M. Keynes (continued) (2)», *Economica*, vol. XII, n.º 35, fevereiro de 1932, pp. 22-44. Reeditado em *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, John Cunningham Wood y Ronald N. Woods (eds.), Routledge, Londres 1991; e também em *Contra Keynes and Cambridge: Essays, Correspondence;* tradução espanhola de Unión Editorial, Madri 1996, obs. cits.

HAYEK, F.A., «A Rejoinder to Mr. Keynes», *Economica*, vol. XI, n.º 34, novembro de 1931, pp. 398-404. Reeditado como capítulo V de *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, John Cunningham Wood and Ronald N. Woods (eds.), Routledge, Londres e Nova York, 1991, vol. I, pp. 82-83; e também em *Contra Keynes and Cambridge*, ob. cit.

HAYEK, F.A., *Prices and Production*, 1.ª edição (con una «Introducción» de Lionel Robbins), Routledge, Londres 1931; segunda edição, revisada y ampliada, Routledge, Londres 1935; posteriormente reeditada mais de dez vezes na Inglaterra e Estados Unidos (Augustus M. Kelley). Existe uma edição espanhola aos cuidados de José Antonio de Aguirre, traduzida ao espanhol por Carlos Rodríguez Braun e publicada com uma «Introdução» de José Luis Feito, com o título de *Precios y producción: una explicación de las crisis de las economías capitalistas*, Unión Editorial e Ediciones Aosta, Madri 1996.

HAYEK, F.A., «Das Schicksal der Goldwährung», *Deutsche Volkswirt*, fevereiro de 1932, n.º 20, pp. 642-645, y n.º 21, pp. 677-681; Traduzido ao inglês com o título «The Fate of the Gold Standard», cap. V

de *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., pp. 118- 135.

HAYEK, F.A., «Kapitalaufzehrung», *Weltwirtschaftliches Archiv*, n.º 36, II, 1932, pp. 86- 108; Traduzido ao inglês, «Capital Consumption», e publicado como capítulo VI en *Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry (ed.),The University of Chicago Press, Chicago 1984.

HAYEK, F.A., «Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestment», originariamente publicado em 1933 e incluído em *Profits, Interest and Investment*, Augustus M. Kelley, Clifton, Nova Jersey, 1975, p. 135-156. Traduzido ao espanhol por Luis Olariaga com o título de «Previsiones de Precios, Perturbaciones Monetarias e Inversiones Fracasadas», e incluído como Apêndice a *La teoria monetaria y el ciclo económico*, Espasa Calpe, Madri, 1936, pp. 191-202 (nova tradução incluída como um Apêndice a *Precios y producción*, Unión Editorial e ediciones Aosta, Madri 1996, pp. 145-159).

HAYEK, F.A., «Saving», originariamente publicado na edição de 1933 da *Encyclopaedia of the Social Sciences*, y reeditado como cap. V de *Profits, Interest and Investment*, ob. cit.

HAYEK, F.A., «Über 'Neutrales Geld'», *Zeitschrift für Nationalökonomie*, n.º 4, ano 1933, pp. 659-661. Posteriormente traduzido ao inglês com o título de «On Neutral Money», e publicado como cap. VII de *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., pp. 159-162.

HAYEK, F.A., *Monetary Theory and the Trade Cycle*, (1933), Augustus M. Kelley, Clifton 1975. Existe uma tradução realizada e prologada por Luis Olariaga com o título de *La teoría monetaria y el ciclo económico*, Espasa Calpe, Madri 1936.

HAYEK, F.A., «The Maintenance of Capital», *Economica*, vol. II, agosto de 1934. Este artigo está incluído como capítulo III em *Profits, Interest and Investment*, Augustus M. Kelley, Clifton, 1975, pp. 83-134.

HAYEK, F.A., «The Mythology of Capital», *Quarterly Journal of Economics*, fevereiro de 1936, pp. 199-228.

HAYEK, F.A., «Investment that Raises the Demand for Capital», publicado en *Review of Economics and Statistics*, vol. XIX, n.º 4, novembro de 1937 y reimpreso en *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 73-82.

HAYEK, F.A., *Monetary Nationalism and International Stability*, Longmans, Londres 1937; reedição de Augustus M. Kelley, Nova York 1971. Tradução espanhola de J.A. de Aguirre, *El nacionalismo monetario y la estabilidad internacional,* Edics. Aosta, Unión Editorial,

Madri 1996.

HAYEK, F.A., *«Profits, Interest and Investment» and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Routledge, Londres 1939 e Augustus M. Kelley, Clifton 1969 e 1975.

HAYEK, F.A., «Review of *John Bates Clark: A Memorial*», *Economica*, vol. 6, 1939, pp. 223-224.

HAYEK, F.A. *The Pure Theory of Capital* (1941), Routledge & Kegan Paul, Londres 1976. Existe uma tradução ao espanhol de Andrés Sánchez Arbós publicada com o título de *La teoría pura del capital*, Aguilar, Madri 1946. Edição aos cuidados de Lawrence H. White publicada como volume XII de *The Collected Works of F.A. Hayek*, The University of Chicago Press, Chicago 2007.

HAYEK, F.A., «The Ricardo Effect», publicado em *Economica*, n.º IX, 34, maio de 1942, pp. 127-152; reeditado como capítulo XI de *Individualism and Economic Order*, The University of Chicago Press, Chicago 1948, pp. 220-254.

HAYEK, F.A., «A Commodity Reserve Currency», *Economic Journal*, LIII, n.º 210, junho/setembro de 1943, pp. 176-184 (incluído como cap. X de *Individualism and Economic Order*, ob. cit., pp. 209-219).

HAYEK, F.A., *Individualism and Economic Order*, The University of Chicago Press, Chicago 1948.

HAYEK, F.A., *The Counter-Revolution of Sciente,* Free Press of Glencoe, Illinois, 1952; 2.º edição Liberty Press, Indianápolis 1979; tradução espanhola de Jesús Gómez Ruiz, publicada por Unión Editorial, Madri 2003.

HAYEK, F.A., *The Constitution of Liberty*, Routledge, Londres 1.ª edição de 1960, reedição de 1990. Existe uma edição espanhola traduzida por José-Vicente Torrente e publicada com o título de *Los fundamentos de la libertad*, Unión Editorial, 8.ª edição, Madri 2008.

HAYEK, F.A., *A Tiger by the Tail: 40 Years Running Commentary on Keynesianism by Hayek*, compilado e editado por Sudha R. Shenoy, The Institute of Economic Affairs, Londres 1972.

HAYEK, F.A., «The Pretence of Knowledge», Nobel Memorial Lecture, pronunciada el 11 de dezembro de 1974 y reeditada en *The American Economic Review*, dezembro de 1989, pp. 3-7. Tradução espanhola em *¿Inflación o Pleno Empleo*?, Unión Editorial, Madri 1976.

HAYEK, F.A., *Derecho, legislación y libertad*, 3 volumes em um, Unión Editorial, Madri 2006.

HAYEK, F.A., *¿Inflación o Pleno Empleo?*, Unión Editorial, Madri 1976.

HAYEK, F.A. (ed.), *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, por H. Thornton, Augustus M. Kelley, Fairfield 1978.

HAYEK, F.A., *Denationalisation of Money: The Argument Refined*, 2.ª edição ampliada, Institute of Economic Affairs, Londres 1978. Existe uma tradução ao espanhol de Carmen Liano publicada com o título de *La desnacionalización del dinero*, Unión Editorial, Madri 1983.

HAYEK, F.A., *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, Londres 1978. Edição espanola de Unión Editorial, Madri 2007.

HAYEK, F.A., «Three Elucidations of the Ricardo Effect», *Journal of Political Economy*, vol. 77, n.º 2, 1969, reeditado como capítulo XI del libro *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, Londres 1978, pp. 165-178. Tradução espanhola nas pp. 211-226 da edição de Unión Editorial, Madri 2007.

HAYEK, F.A., «The Keynes Centenary: The Austrian Critic», *The Economist*, 11 de junho de 1983 , n.º 7293.

HAYEK, F.A., *1980s Unemployment and the Unions: The Distortion of Relative Prices by Monopoly in the Labour Markets*, The Institute of Economic Affairs, 2.ª edição, Londres 1984. Existe uma tradução ao espanhol deste artigo publicada em J. Huerta de Soto, *Lecturas de economía política*, vol. II, Unión Editorial, Madri 1987, pp. 54-88.

HAYEK, F.A., *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry (ed.), The University of Chicago Press, Chicago 1984.

HAYEK, F.A., *La fatal arrogancia: los errores del socialismo*, Unión Editorial, Madri 1990 e 1997.

HAYEK, F.A., *The Trend of Economic Thinking: Essays on Political Economists and Economic History*, W.W. Bartley III e Stephen Kresge (eds.), vol. III de *The Collected Works of F.A. Hayek*, Routledge, Londres e Nova York 1991. Edição espanhola aos cuidados de Jesús Huerta de Soto, traduzida por Eduardo L. Suárez e publicada com o título de *La tendencia del pensamiento económico*, Unión Editorial, Madri 1995.

HAYEK, F.A., *Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue*, Stephen Kresge e Leif Wenar (eds.), Routledge, Londres 1994; tradução espanhola de Federico Basáñez, *Hayek sobre Hayek: un diálologo autobiográfico, Obras completas de F.A. Hayek*, vol. I, Unión Editorial, Madri 1997, pp. 1-168.

HAYEK, F.A., *Contra Keynes and Cambridge: Essays, Correspondence, The Collected Works of F.A. Hayek*, volumen 9, Bruce J. Caldwell (ed.), Routledge, Londres 1995; edição espanhola aos cuidados de Jesús Huerta de Soto, traduzida por Federico Basáñez e José Antonio de Aguirre, titulada *Contra Keynes y Cambridge: ensayos, correspondencia*, Unión Editorial, Madri 1996.

HAZLITT, H. (ed.), *The Critics of Keynesian Economics*, Arlington House, Nova York 1977.

HERBENER, J.M., «The Myths of the Multiplier and the Accelerator», cap. IV de *Dissent on Keynes, A Critical Appraisal of Keynesian Economics*, Mark Skousen (ed.), Praeger, Nova York y Londres 1992.

HERBENER, J.M (ed.), *The Meaning of Ludwig von Mises*, Kluwer Academic Publishers, Amsterdam 1993.

HERNÁNDEZ-TEJERO JORGE, F., *Lecciones de derecho romano*, Ediciones Darro, Madri 1972.

HEY, J.C., *Economics in disequilibrium*, New York University Press, Nova York 1981.

HICKS, J.R., *The Theory of Wages*, Macmillan, Londres 1932.

HICKS, J.R., *Capital and Time: A Neo-Austrian Theory*, Clarendon Press, Oxford 1973.

HICKS, J.R., «Is interest the price of a factor of production?», *Time, Uncertainty, and Disequilibrium: Exploration of Austrian Themes*, Mario J. Rizzo (ed.), Lexington Books, Massachusetts, 1979.

HICKS, J.R. y HART, A.G., *Estructura de la economía: introducción al estudio del ingresso nacional*, versão espanhola de R.A. Fúñiga T., Fondo de Cultura Económica, México 1966 (edição original *Social Framework of the American Economy*, Oxford University Press, Oxford 1945).

HIGGS, H. (ed.), *Palgrave´s Dictionary of Political Economy*, III Volumes, Macmillan, Londres, 1926.

HIGGS, H., «Richard Cantillon», *Economic Journal*, vol. I, junho de 1891, pp. 276-284.

HIPÓLITO, *Hippolytus Wercke*, vol. 2, «Refutatio Omnium Haeresium», ed. P. Wendland, Leipzig 1916.

HIRSCHMAN, A.O., «Courcelle-Seneuil, Jean-Gustav», *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., vol. I, pp. 706-707.

HOPPE, H.H., «How is Fiat Money Possible? - or The Devolution of

Money and Credit», *The Review of Austrian Economics*, vol. 7, n.º 2 (1994), pp. 72-73.

HOPPE, H.H., *The Economics and Ethics of Private Property*, Kluwer Academic Publishers, Dortrecht, Holanda, 1993.

HOPPE, H.H., HÜLSMANN, J.G. y BLOCK, W., «Against Fiduciary Media», *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 1, n.º 1 (primavera 1998), pp. 19-50.

HORWITZ, S., «Keynes' Special Theory», *Critical Review*, vol. III, n.ºs 3 y 4, verão/outono 1989, pp. 411-434.

HORWITZ, S., *Monetary Evolution, Free Banking, and Economic Order*, Westview Press, Oxford y San Francisco 1992.

HORWITZ, S., *Microfoundations and Macroeconomics,* Routledge, Londres 2000.

HÜBNER, O., *Die Banken*, publicado por él mismo, Leipzig 1853 y 1854.

HUERTA BALLESTER, J., *A Brief Comparison Between The Ordinary Life Contracts of Ten Insurance Companies*, Madri 1954.

HUERTA DE SOTO, J., «La teoría austriaca del ciclo económico», *Moneda y Crédito*, n.º 152, março de 1980, pp. 37-55. Reeditado em Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madri 1994, cap. XIII, pp. 160-176.

HUERTA DE SOTO, J., « Método y crisis en la ciencia económica», *Hacienda pública espanola*, n.º 74, 1982, pp. 33-48; reproduzido em Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madri 1994 y 2004, cap. III, pp. 59-82.

HUERTA DE SOTO, J., «Interés, ciclos económicos y planes de pensiones», Anales del Congreso Internacional de Fondos de Pensiones, Madri, abril de 1984, pp. 458-468. Este artigo foi reproduzido em Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economia política*, Unión Editorial, Madri 1994 y 2004, cap. XXIII, pp. 285-294.

HUERTA DE SOTO, J., *Lecturas de economía política*, vols. I-III, Unión Editorial, Madri 1986-1987 (vol. I, 3.ª edição, 2009; vol. II, 2.ª edição 2008; vol. III, 2.ª edição 2010).

HUERTA DE SOTO, J., *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, Unión Editorial, Madri 1992, 2001, 2005 y 2010. Versão em inglês, *Socialism, Economic Calculation and Entrepreneurship*, Edward Elgar in association with the Institute of Economic Affairs, Cheltenham, Inglaterra 2010.

HUERTA DE SOTO, J., «Génesis, esencia y evolución de la Escuela Austriaca de Economía», en *Estudios de economía política*, Unión

Editorial, Madri 1994 y 2004, cap. I, pp. 17-55.

HUERTA DE SOTO, J., «Historia, ciencia económica y ética social», *Estudios de economia política*, Unión Editorial, Madri 1994 y 2004, cap. VII, pp. 105-109.

HUERTA DE SOTO, J., «Banque centrale ou banque libre: le débat théorique sur les réserves fractionnaires», *Journal des Économistes et des Études Humaines*, Paris e Aix-en-Provence, vol. V, n.ºs 2 y 3, junho-setembro de 1994, pp. 379-391. Posteriormente publicado em espanhol com o título de «La teoría del banco central y de la banca libre», en *Estudios de economía política*, ob. cit., cap. XI, pp. 129-143. A versão em inglês deste trabalho foi publicada com o título de «A critical Analysis of Central Banks and Fractional Reserve Free Banking form the Austrian School Perspective», en *The Review of Austrian Economics*, vol. 8, n.º 2, verão de 1995, pp. 117-129; incluído como cap. 10 de *The Theory of Dinamic Efficiency*, Routledge, Londres e Nova York 2009. Uma tradução para o romeno por Octavian Vasilescu foi publicada em Bucareste com o título «Bancile centrale si sistemul de free-banking cu rezerve fractionare: o analiza critica din perspectiva Scolii Austriece», *Polis: Revista de stiinte pol*itice, vol. 4, n.º 1, 1997, pp. 145-157.

HUERTA DE SOTO, J., «Teoría de la crisis y reforma de la seguridad social», *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madri 1994 e 2004, cap. XVI., pp. 250-284.

HUERTA DE SOTO, J., *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madri 1994 y 2004.

HUERTA DE SOTO, J., «New Light on the Prehistory of the Theory of Banking and the School of Salamanca», *The Review of Austrian Economics*, vol. 9, n.º 2, 1996, pp. 59- 81. Versão espanhola incluída em *Nuevos Estudios de Economía Política*, Unión Editorial, Madri 2002 y 2007, pp. 73-99.

HUERTA DE SOTO, J., «La *Methodenstreit*, o el enfoque austriaco frente al enfoque neoclásico en la Ciencia Económica», *Actas del 5.º Congreso de Economía de Castilla y León (Ávila, 28-30 de novembro de 1996)*, Servicio de Estudios de la Consejería de Economía y Hacienda, Junta de Castilla y León, Valladolid 1997, pp. 47-83. Versão inglesa publicada com o título de «The Ongoing Methodenstreit of the Austrian School», *Journal des Économistes et des Études Humaines*, Vol. 8 n.º 1, março 1998, pp. 75-113. Versão espanhola incluída em *Nuevos Estudios de Economía Política*, Unión Editorial, Madri 2002, pp. 21-71.

HUERTA DE SOTO, J., *La Escuela Austriaca: Mercado y creatividad*

empresarial, Edit. Síntesis, Madri 2000. Versão em inglês, *The Austrian School: Market Order and Entrepreneurial Creativity*, Edward Elgar (in Association with the I.E.A.), Cheltenham, Inglaterra, 2008 e 2010.

HUERTA DE SOTO, J., *Nuevos estudios de Economía Política*, Unión Editorial, Madri 2002 (2.ª edição 2007).

HUERTA DE SOTO, J., «Teoría del Nacionalismo Liberal», cap. 14 de *Estudios de Economía Política*, ob. cit., pp. 197-213.

HUERTA DE SOTO, J., «A Hayekian Strategy to Implement Free Market Reforms», en J. Backhaus, W. Heijmann, A. Nantjes y J. van Ophem (eds.), *Economic Policy in an Orderly Framework: Liber Amicorum for Gerrit Meijer*, ob. cit., pp. 231-284; cap. 13 de *The Theory of Dinamic Efficiency*.

HUERTA DE SOTO, J., «Ricardo Effect», en *An Eponymous Dictionary of Economics: A Guide to Laws and Theories Named after Economists*, J. Segura y C. Rodríguez Braun (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra 2004; cap. 20 de *The Theory of Dinamic Efficiency*, ob. cit.

HUERTA DE SOTO, J., «Hayek's Best Test of a Good Economist», *Procesos de Mercado*, vol. I, n.º 2, Outono 2004, pp. 121-124; cap. 19 de *The Theory of Dinamic Efficiency*, ob. cit.

HUERTA DE SOTO, J., *The Theory of Dinamic Efficiency*, Routledge, Londres e Nova York, 2009 e 2010.

HUERTA DE SOTO, J., *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama (E.U.A.), 1.ª edição 2006, 2.ª edição 2009.

HUERTA PEÑA, J., *La estabilidad financiera de las empresas de seguros*, Madri 1954.

HÜLSMANN, J.G., «Free Banking and Free Bankers», *The Review of Austrian Economics*, vol. 9, n.º 1, 1996, pp. 3-53.

HÜLSMANN, J.G., «Has Fractional Reserve Banking Really Passed the Market Test?», *The Independent Review*, vol. VII, n.º 3, inverno 2003, pp. 399-422.

HUME, D., *Essays: Moral, Political and Literary*, editado por Eugene F. Miller, Liberty Classics, Indianápolis 1985. Traduzido ao espanhol por Enrique Tierno Galván e publicado pelo Instituto de Estudios Políticos, Madri 1955.

HUTT, W.H., *Politically Impossible ...?*, Institute of Economic Affairs, Londres 1971. Traduzido ao espanhol por Juan Rincón Jurado com o título de *El economista y la política: ensayo sobre la «imposibilidad*

política» del análisis económico, Unión Editorial, Madri 1975.

HUTT, W.H., *The Keynesian Episode: A Reassessment*, Liberty Press, Indianápolis 1979.

IBN ABÍ ZAYD (*Al-Qayrawání*), *Compendio de derecho islámico (Risála, Fí-l-Fiqh)*, publicado sob os auspícios de Jesús Riosalido, Editorial Trotta, Madri 1993.

IHERING, R. V., *El espíritu del derecho romano*, abreviatura de Fernando Vela, Marcial Pons, Madri 1997.

IGLESIAS, J., *Derecho romano: instituciones de derecho privado*, 6.ª edição revisada e aumentada, Ediciones Ariel, Barcelona 1972.

IMBERT, J., *Historia económica (de los orígenes a 1789)*, traducción del francés por Armando Sáez, Editorial Vicens-Vives, Barcelona 1971.

INGRAM, J.K., «Banks, Early European», en *Palgraves´s Dictionary of Political Economy*, Henry Higgs (ed.), Macmillan, Londres 1927, vol. I, pp. 103-106.

ISÓCRATES, *Discursos*, con una Introducción General de Juan Manuel Guzmán Hermida, Biblioteca Clásica Gredos, Madri 1979.

ISSING, O., *Central Bank Independence and Monetary Stability*, Institute of Economic Affairs, Londres 1993.

JEVONS, W.S., *The Theory of Political Economy*, 1.ª edição de 1871. Reeditada por Kelley and Millman, 5.ª edição, Nova York 1957. (Edição espanhola com Estudio Preliminar de Manuel Jesús González, *La Teoría de la Economía Política*, Edics. Pirámide, Madri 1998).

JEVONS, W.S., *Money and the Mechanism of Exchange*, D. Appleton & Co., Nova York 1875 y Kegan Paul, Londres 1905.

JONES LLOYD, S. (Lord Overstone), *Reflections Suggested by a Perusal of Mr. J. Horseley Palmer's Pamphlet on the Causes and Consequences on the Pressure of the Money Market*, P. Richardson, Londres 1837; posteriormente reeditada por J.R. McCulloch em seu *Tracts and Other Publications on Metallic and Paper Currency, by the Rt. Hon. Lord Overstone*, Harrison & Sons, Londres 1857.

JOUVENEL, B. de, «Los Intelectuales Europeos y el Capitalismo», Jesús Huerta de Soto (ed.), *Lecturas de economía política*, vol. II, Unión Editorial, Madri 1987 e 2008, pp. 109-125.

JUAN PABLO II, *Centesimus Annus: en el centenario de la Rerum Novarum,* Promoción Popular Cristiana, Madri 1991.

JUNANKAR, P.N., «Acceleration Principle», en *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., vol.1, pp. 10-11.

JUSTINIANO, *Digesto*. Exitem duas traduções ao espanhol: uma de Ildefonso L. García del Corral, *Cuerpo de derecho civil romano: a doble texto, traduzido ao espanhol do latim* reeditado por Editorial Lex Nova, Valladolid 1988, 6 volumes; e outra por A. D'Ors, F. Hernández-Tejero, B. Fuentes Aca, M. García-Garrido e J. Murillo, Editorial Aranzadi, Pamplona 1968.

JUURIKKALA, O., «The 1866 False-Money Debate in the *Journal des Économistes:* Déjà vu for Austrians?», *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 5, n.º 4, inverno 2000, pp. 43-55.

KALDOR, N., «Capital Intensity and the Trade Cycle», *Economica*, fevereiro de 1939, pp. 40-66.

KALDOR, N., «Professor Hayek and the Concertina Effect», *Economica*, novembro de 1942, pp. 359-382. Tradução espanhola revisada por Ana Martínez Pujana incluída em *Ensayos sobre estabilidad y desarrollo económicos*, Edit. Tecnos, Madri 1969, cap. VII, pp. 143-168.

KATZ, J.N., «An Austrian Perspective on the History and Future of Money and Banking», Erasmus Programme in Law and Economics, verão de 1997 (pendente de publicação).

KEYNES, J.M., «Review of Ludwig von Mises' *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*», *The Economic Journal*, setembro de 1914; reproduzido nas pp. 400-403 do volume XI dos *Collected Writings*.

KEYNES, J.M., «The Pure Theory of Money: A Reply to Dr. Hayek», *Economica*, vol. XI, n.º 34, novembro de 1931, p. 394. Tradução espanhola en F.A. Hayek, *Contra Keynes y Cambridge*, ob. cit.

KEYNES, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londres 1936. Existe uma tradução ao espanhol de Eduardo Hornedo, publicada com o título de *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, México 1943 y 1970. A tradução alemã é de Fritz Waeger e foi publicada com o título de *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, com um prólogo especial escrito por Keynes em 7 de setembro de 1936, por Duncker & Humblot, Berlín 1936 y 1994.

KEYNES, J.M., *A Treatise on Money: Volume I, The Pure Theory of Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, *Volume V*, Macmillan, Londres 1971; tradução espanhola de José Antonio de Aguirre, Ediciones Aosta, Madri 1996.

KEYNES, J.M., *The General Theory and After, Part II, Defence and Development, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XIV*, Macmillan, Londres 1973.

KEYNES, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*,

The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. VII, Macmillan, Londres 1973.

KEYNES, J.M., *Economic Articles and Correspondence: Investiments and Editorial, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XII,* Elisabeth Johnson and Donald Moggridge (eds.), Cambridge University Press, Cambridge 1983.

KEYNES, J.M., *The General Theory and After: A Supplement, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XXIX*, Macmillan, Londres 1979.

KEYNES, J.M., *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XIII, The General Theory and After, Part I, Preparation*, Donald Moggridge (ed.), Macmillan, Londres 1973.

KEYNES, M. (ed.), *Essays on John Maynard Keynes*, Cambridge University Press, Cambridge, 1975.

KINDLEBERGER, C.P., *Historia financiera de Europa*, Traduzido ao espanhol por Antonio Menduiña y Juan Tudores, com a colaboração de Jordi Beltrán e Lidia Lumpuy, Editorial Crítica, Barcelona 1988.

KIRZNER, I.M., *An Essay on Capital*, Augustus M. Kelley, Nova York 1966.

KIRZNER, I.M., «Economics and Error», en *Perception, Opportunity and Profit*, The University of Chicago Press, Chicago 1979, cap. 8, pp. 120-136.

KIRZNER, I.M., *Discovery and the Capitalist Process*, The University of Chicago Press, Chicago e Londres 1985.

KIRZNER, I.M., «The Pure Time-Preference Theory of Interest: An Attempt at Clarification», cap. IV de *The Meaning of Ludwig von Mises: Contributions in Economics, Sociology, Epistemology, and Political Philosophy*, Jeffrey M. Herbener (ed.), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Holanda, 1993, pp. 166-192.

KIRZNER, I.M., *Essays on Capital and Interest: An Austrian Perspective*, Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra, 1996.

KIRZNER, I.M. (ed.), *Classics in Austrian Economics: A Sampling in the History of a Tradition*, 3 vols., William Pickering, Londres 1994.

KLEIN, B., «The Competitive Supply of Money», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 6, novembro de 1974, pp. 423-453.

KNIGHT, F.H., «Review of Frederick Soddy´s *Wealth, Virtual Wealth and Debt*», *The Saturday Review of Literature*, 16 de abril de 1927, p. 732.

KNIGHT, F.H., «Capitalist Production, Time and the Rate of Re-

turn», *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel*, George Allen & Unwin, Londres 1933.

KORNAI, J., «The Hungarian Reform Process», *Journal of Economic Literature*, vol. XXIV, n.º 4, dezembro de 1986, pp. 1726-1726.

KRETZMER, P.E.: «The Cross-Industry Effects of Unanticipated Money in an Equilibrium Business Cycle Model», *Journal of Monetary Economics*, março de 1989, n.º 23(2), pp. 275-296.

KYDLAND, F.E. e PRESCOTT, E.C., «Time to Build and Aggregate Fluctuations», *Econometrica*, n.º 50, novembro de 1982, pp. 1345-1370.

KYDLAND, F.E. y PRESCOTT, E.C., «Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review*, n.º 14, 1990, pp. 3-18.

LACHMANN, L.M., «On Crisis and Adjustment», *Review of Economics and Statistics*, maio de 1939.

LACHMANN, L.M., «A Reconsideration of the Austrian Theory of Industrial Fluctuations», *Economica*, n.º 7, maio de 1940. Posteriormente incluído em *Capital, Expectations and the Market Process: Essays on the Theory of the Market Economy*, Ludwig M. Lachmann, Sheed, Andrews & McMeel, Kansas City 1977, pp. 267-284.

LACHMANN, L.M., «On Austrian Capital Theory», *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Edwin E. Dolan (ed.), Sheed & Ward, Kansas City 1976.

LACHMANN, L.M., *Capital, Expectations and the Market Process: Essays on the Theory of the Market Economy*, Sheed, Andrews & McMeel, Kansas City 1977.

LACHMANN, L.M., *Capital and its Structure*, Sheed Andrews & McMeel, Kansas City 1978.

LACHMANN, L.M., «Austrian Economics under Fire: The Hayek-Sraffa Duel in Retrospect», *Austrian Economics: History and Philosophical Background*, W. Grassel e B.Smith (eds.), Croom Helm, Londres e Sidney 1986, pp. 225-242.

LACHMANN, L.M., «John Maynard Keynes: A View from an Austrian Window», *South African Journal of Economics*, n.º 51 (3), 1983, pp. 368-379.

LACHMANN, L.M., *Macroeconomic Thinking and the Market Economy*, Institute of Economic Affairs, I.E.A., Londres 1973.

LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de derecho civil*, volumen II, 3.ª edição, José María Bosch Editor, Barcelona 1995.

LAIDLER, D., *The Golden Age of the Quantity Theory*, Philip Allan, Nova York 1991.

LAIDLER, D., «Free Banking Theory», *The New Palgrave: Dictionary of Money and Finance*, Macmillan Press, Londres e Nova York 1992, vol. II, pp. 196-197.

LAIDLER, D., «Hayek on Neutral Money and the Cycle», publicado em *Money and Business Cycles: The Economics of F.A. Hayek*, M.Colonna e H. Hagemann (eds.), ob. cit., vol.I, pp. 3-26.

LAVOIE, D.C., «Economic Calculation and Monetary Stability», *The Cato Journal*, vol. III, n.º 1, primavera de 1983, pp. 163-170.

LAW, J., *John Law's «Essay on a Land Bank»*, Antoin E. Murphy (ed.), Aeon Publishing, Dublín 1994.

LAW, J., *Money and Trade Considered, with a Proposal for Supplying the Nation with Money*, publicado originalmente por A. Anderson, Edimburgo 1705, e reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York 1966.

LAYARD, R. e RICHTER, A., «Who Gains and Who Loses from Russian Credit Expansion?», *Communist Economies and Economic Transformation*, vol. 6, n.º 4, 1994, pp. 459-472.

LEE, G.A., «The Oldest European Account Book: A Florentine Bank Ledger of 1211», em *Accounting History: Some British Contributions*, R.H. Parker e B.S. Yamey (eds.), Clarendon Press, Oxford 1994, pp. 160-196.

LEHMANN, F., «100 Percent Money», *Social Research*, vol. III, n.º 1, pp. 37-56.

LEIJONHUFVUD, A., «What would Keynes have thought of rational expectations?», *UCLA Department of Economics Discussion Paper No. 299*, UCLA, Los Ángeles 1983.

LEONI, B., *Freedom and the Law*, tercera edição ampliada, Liberty Fund, Indianápolis 1991 (1.ª edição 1961, 2.ª edição 1972). Traduzido ao espanhol com o título de *La libertad y la ley* e prologado por Jesús Huerta de Soto, Unión Editorial, 2.ª edição, Madri 1995.

LEONI, B., *Scritti di Scienza Politica e Teoria del Diritto*, A. Giuffrè, Milão 1980.

LESSINES, A., *De usuris in communi et de usurarum contractibus*, 1285.

LEUBE, K.R. (ed.), *The Essence of Friedman*, Hoover Institution Press, Stanford University, California, 1986.

LEWIN, P., «Capital in Disequilibrium: A Reexamination of the Capital Theory of Ludwig M. Lachmann», *History of Political Eco-*

nomy, vol. 29, n.º 3, Outono de 1997, pp. 523-548.

LIPSEY, R.G., *Introducción a la economía positiva*, Editorial Vicens--Vives, Barcelona 1973.

LOCKE, J., *Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interest, and Raising the Value of Money (In a Letter to a Member of Parliament)*, Awnsham e John Churchill, Black-Swan em Pater--Noster-Row, Londres 1692. Edição espanhola com Estudio Preliminar de Victoriano Martín, *Escritos Monetarios*, Edics. Pirámide, Madri 1999.

LOCKE, J., *The Works of John Locke*, 12.ª edição, vol. IV, C.& J. Rivington, Londres 1824.

LONGFIELD, S.M., «Banking and Currency» (4 artículos), *Dublin University Magazine* 15:3-15, 218-33; 16:371-89, 611-20, 1840.

LÓPEZ, G., *Las siete Partidas de Alfonso X «El Sabio»*, glosadas por el licenciado Gregorio López, publicadas en edição facsímil, Boletín Oficial del Estado, Madri 1985.

LÓPEZ-AMOR Y GARCÍA, M., «Observaciones sobre el depósito irregular romano», *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense*, n.º 74, curso 1988-1989, pp. 341-359.

LUCAS, R.E., «Nobel Lecture: Monetary Neutrality», *Journal of Political Economy*, n.º 4, vol.104, agosto de 1996, pp. 661-682.

LUGO, J. de, *Disputationum de iustitia et iure, Tomus Secundus*, Sumptibus Petri Prost, Lyon 1642.

MACHLUP, F., *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, Macmillan, Nova York 1940; versão original alemã, *Börsenkredit, Industriekredit und Kapital-Bildund*, Beiträge zur Konjunkturforschung n.º 2, Verlag von Julius Springer, Viena 1931.

MACHLUP, F., «Professor Knight and the 'Period of Production'», *Journal of Political Economy*, outubro de 1935, vol. 43, n.º 5. Reeditado em Israel M. Kirzner (ed.), *Classics in Austrian Economics*, ob. cit., vol. II, pp. 275-315.

MACHLUP, F., «The Consumption of Capital in Austria», *The Review of Economics and Statistics*, 17(1), ano 1935, pp. 13-19; Tradução espanhola em *Procesos de Mercado*, vol. II, n.º 2, Outono 2010, pp. 273-290.

MACHLUP, F., «Forced or Induced Saving: An Exploration into its Synonyms and Homonyms», *The Review of Economics and Statistics*, vol. XXV, n.º 1, fevereiro de 1943; reeditado em Fritz Machlup, *Economic Semantics*, Transaction Publishers, Londres 1991, pp. 213-240.

MACHLUP, F., *Economic Semantics*, Transaction Publishers, Londres 1991.

MALING, C., «The Austrian Business Cycle Theory and its Implications for Economic Stability under Laisser-Faire», cap. 48 de *Friedrich A. Hayek: Critical Assessments*, J.C. Wood y R.N. Woods (eds.), Routledge, Londres 1991, vol. II.

MANT, L., «Origen y desenvolvimiento histórico de los bancos», *Enciclopedia Universal Ilustrada Europeo-Americana*, Editorial Espasa-Calpe, Madri, tomo VII, 1979, p. 477.

MARIANA, J. de, *Tratado y discurso sobre la moneda de vellón que al presente se labra en Castilla y de algunos desórdenes y abusos*, originariamente publicado em 1609 com o título *De monetae mutatione*; edição com um «Estudio Preliminar» de Lucas Beltrán, Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Economía y Hacienda, Madri 1987. Edição inglesa, *A Treatise on the Alterations of Money,* Tradução ao inglês de Patrick T. Brannan, S.J., Introdução de Alejandro Chafuen, *Journal of Markets & Morality,* vol. 5, n.º 2, Outono 2002, pp. 523-593.

MARSHALL, A., *Principles of Economics*, Macmillan, 8.ª edição, Londres 1920.

MARSHALL, A., *Money Credit and Commerce*, Macmillan, Londres 1924.

MARSHALL, A., *Official Papers by Alfred Marshall*, Royal Economic Society y Macmillan and Co., Londres 1926.

MARTÍN RODRÍGUEZ, M., *Análisis económico y revolución liberal en España*, Edit. Civitas, Madri 2009.

MARTÍNEZ, J.H., «El Sistema monetario y bancario argentino», *Homenaje a Lucas Beltrán,* Editorial Moneda y Crédito, Madri 1982, pp. 435-460.

MARX, K., *Capital*, con Prefacio de Friedrich Engels, reedição de Penguin Books, Inglaterra, 1981. Traduzido ao espanhol por Wenceslao Roces com o título de *El Capital*, Fondo de Cultura Económica, México 1946.

MATA BARRANCO, N.J. de la, *Tutela penal de la propiedad y delitos de apropiación: el dinero como objeto material de los delitos de hurto y apropiación indebida*, Promociones y Publicaciones Universitarias (PPU, S.A.), Barcelona 1994.

MAYER, H., «Der Erkenntniswert der funktionellen Preistheorien», *Die Wirtschaftheorie der Gegenwart*, Verlag von Julius Springer, Viena 1932, vol. II, pp. 147-239b. Traduzido ao inglês com o título de «The Cognitive Value of Functional Theories of Price: Critical and

Positive Investigations concerning the Price Problem», cap. XVI de *Classics in Austrian Economics: A Sampling in the History of a Tradition*, vol. II, *The Interwar Period*, Israel M. Kirzner (ed.), William Pickering, Londres 1994, pp. 55-168. Versão italiana revisada e ampliada, «Il concetto de equilibrio nella teoria economica», en *Economia Pura*, Gustavo del Vecchio (ed.), *Nuova Collana di Economisti Stranieri e Italiani*, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Turín 1937, pp. 645-799. Tradução espanhola em *Procesos de Mercado*, vol. I, n.º 2, Outono 2004, pp. 141-261.

MAYER, T., *Monetarism and Macroeconomic Policy*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1990.

McCULLOCH, J.R., *Historical Sketch of the Bank of England with an Examination of the Question as to the Prolongation of the Exclusive Privileges of that Establishment*, Longman, Rees, Orme, Brown & Green, Londres 1831.

McCULLOCH, J.R., *A Treatise on Metallic and Paper Money and Banks*, A. & C. Black, Edimburgo 1858.

MEIJER, G. (ed.), *New Perspectives on Austrian Economics,* Routledge, Londres y Nueva York 1995.

MELTZER, A., «Comments on Centi and O'Driscoll», manuscrito apresentado na Reunión Geral da Sociedade Mont Pèlerin, Cannes, Francia, 25-30 setembro 1994.

MENGER, C., *Grundsätze der Volkswirthschaftslehre*, ed. Wilhelm Braumüller, Viena 1871. Existe uma tradução ao espanhol de Marciano Villanueva, com o título de *Principios de Economía Política*, Unión Editorial, Madri 1983 e 1997, e Ediciones Folio, Barcelona 1996.

MENGER, C., *Investigations into the Method of the Social Science with Special Reference to Economics,* New York University Press, Nova York 1985.

MENGER, C., *Untersuchungen über die Methode der Socialwissenschaften und der Politischen Ökonomie insbesondere*, Duncker & Humblot, Leipzig 1883.

MENGER, C., «On the Origin of Money», *Economic Journal*, junho de 1892, pp. 239-255. Reeditado no vol. I de Israel M. Kirzner (ed.), *Classics in Austrian Economics: A Sampling in the History of a Tradition*, ob. cit., pp. 91-106. Edição espanola, «Del origen del dinero», em *La economía en sus textos,* J. Segura y C. Rodríguez Braun (eds.), Taurus, Madri 1998, pp. 200-220.

MENGER, C., *Principles of Economics*, traducido por James Dingwall y Bert Hoselitz, Free Press of Glencoe, Illinois, 1950; y New York

University Press, Nova York 1981.

MERCADO, T. de, *Suma de tratos y contratos*, editado e introduzido por Nicolás Sánchez Albornoz, Instituto de Estudios Fiscales, Madri 1977. Existe outra edição, de Restituto Sierra Bravo, publicada pela Editora Nacional, Madri 1975. Edição príncipe publicada por Hernado Díaz, Sevilla 1571.

MICHAELIS, O., *Volkswirthschaftliche Schriften*, vols. I y II, Herbig, Berlín 1873.

MIDDLETON HUGHES, A., «The Recession of 1990: An Austrian Explanation», *The Review of Austrian Economics,* 10, n.º 1 (1997), pp. 107-123.

MILES, M.A. y LAFFER, A.B., *International Economics in an Integrated World,* Scott & Foreman, Oakland, Nova Jersey, 1982.

MILL, J.S., *Principles of Political Economy* (1848), Augustus M. Kelley, Fairfield, Nova Jersey, 1976.

MILLER, H.E., *Banking Theory in the United States before 1860,* (1927), reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York 1972.

MILLS, F.C., *Prices in Recession and Recovery*, National Bureau of Economic Research, Nova York 1936.

MILNES HOLDEN, J., *The Law and Practice of Banking*, vol.I, *Banker and Customer*, Pitman Publishing, Londres 1970.

MINTS, L.W., *Monetary Policy for a Competitive Society*, Nova York 1950.

MISES, L.v., *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Duncker & Humblot em Munique e Leipzig, 1.ª edição 1912, 2.ª edição 1924. Traduzido ao inglês por H.E. Batson com o título de *The Theory of Money and Credit*, Liberty Classics, Indianápolis 1980. Existem três traduções ao espanhol: uma de Antonio Riano, *Teoría del dinero y del crédito*, Editorial Aguilar, Madri 1936; a segunda de José María Claramunda Bes, *Teoría del dinero y del crédito*, Ediciones Zeus, Barcelona 1961; e a terceira de Juan Marcos de la Fuente, *Teoría del dinero y del crédito,* Unión Editorial, Madri 1997.

MISES, L.v., *On the Manipulation of Money and Credit*, Freemarket Books, Dobbs Ferry, Nova York 1978. Tradução ao inglês de Bettina Bien Greaves de *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Gustav Fischer, Jena 1928.

MISES, L.v., *Die Verstaatlichung des Kredits: Mutalisierung des Kredits*, Travers-Borgstroem Foundation, Berna, Munique e Leipzig 1929. Este trabalho foi posteriormente traduzido ao ingles com o título de «The Nationalization of Credit?» e publicado em *A Critique of Inter-*

ventionism: Inquiries into the Economic Policy and the Economic Ideology of the Present, Arlington House, Nova York 1977, pp. 153-164.

MISES, L.v., «The Position of Money among Economic Goods», originariamente publicado em *Die Wirtschaftstheorie der Gegenwart*, Hans Mayer (ed.), vol. II, Julius Springer, Viena 1932. Traduzido ao inglês por Albert H. Zlabinger e publicado no livro *Money, Method and the Market Process: Essays by Ludwig von Mises*, Richard M. Ebeling (ed.), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Holanda, 1990, pp. 55 y ss.

MISES, L.v., «La causa de las crisis económicas», *Revista de Occidente*, número de fevereiro de 1932.

MISES, L.v., «Die Stellung und der nächste Zukunft der Konjunkturforschung», publicado no *Festschrift* em homenagem a Arthur Spiethoff, Duncker & Humblot, Munich 1933, pp. 175-180; Traduzido ao inglês com o título de «The Current Status of Business Cycle Research and its Prospects for the Immediate Future», *On the Manipulation of Money and Credit*, Freemarket Books, Nova York 1978. pp. 207-213.

MISES, L.v., *Nationalökonomie: Theorie des Handelns und Wirtschaftens*, Editions Union, Ginebra 1940, 2.ª edição de Philosophia Verlag, Munich 1980.

MISES, L.v., «Elastic Expectations in the Austrian Theory of the Trade Cycle», *Economica*, agosto de 1943, pp. 251-252.

MISES, L.v., *La acción humana: tratado de economía*, 8.ª edição con un «Estudio Preliminar» de Jesús Huerta de Soto, Unión Editorial, Madri 2007; tradução de Joaquín Reig Albiol da edição inglesa, *Human Action: A Treatise on Economics*, 3.ª edição, Henry Regnery, Chicago, 1966; 4.ª edição de Bettina Bien Greaves, Foundation for Economic Education, Nova York 1996. *The Scholar's Edition*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, E.U.A., 1998.

MISES, L.v., *Omnipotent Government: The Rise of the Total State and Total War*, Arlington House, Nova York 1969. Tradução espanhola de Pedro Elgóibar, *Gobierno Omnipotente (en nombre del Estado)*, Unión Editorial, Madri 2002.

MISES, L.v., «Pensions, the Purchasing Power of the Dollar and the New Economics», *Planning for Freedom and Twelve Other Addresses*, Libertarian Press, South Holland, Illinois, 1974, pp. 86-93;

MISES, L.v, *Nation, State and Economy: Contributions to the Politics and History of our Time*, New York University Press, Nova York y Londres 1983. Tradução ao inglês por Leland B. Yeager da obra

originariamente publicada em alemão com o título de *Nation, Staat und Wirtschaft*, Manzsche Verlags Buchhandlung, Viena y Leipzig 1919.

MISES, L.v., *Money, Method and the Market Process: Essays by Ludwig von Mises*, Richard M. Ebeling (ed.), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Holanda, 1990.

MODESTE, V., «Le billet des banques d'emisión et la fausse monnaie», *Le Journal des Économistes*, vol. III, 15 de agosto de 1866.

MOGGRIDGE, D.E., *Maynard Keynes: An Economist's Biography*, Routledge, Londres 1992.

MOLINA, L. de, *La teoría del justo precio*, con una «Introducción» de Francisco Gómez Camacho, Editora Nacional, Madri 1981.

MOLINA, L. de, *Tratado sobre los préstamos y la usura*, edição e introducción de Francisco Gómez Camacho, Instituto de Estudios Fiscales, Madri 1989; primeira edição, Cuenca 1597.

MOLINA, L. de, *Tratado sobre los cambios*, edição e introducción de Francisco Gómez Camacho, Instituto de Estudios Fiscales, Madri 1990; primera edição, Cuenca 1597.

MONTANARI, G., *La zecca in consulta di stato*, reeditado com o título de *La moneta* nos *Scrittori classici italiani di Economia Política*, G. Destefanis, Milão 1804, vol. III.

MOSS, L.S. y VAUGHN, K.I., «Hayek's Ricardo Effect: A Second Look», *History of Political Economy*, 18, n.º 4, inverno de 1986, pp. 545-565.

MUELLER, R.C., *The Venetian Money Market: Banks Panics and Public Debt, 1200-1500,* Johns Hopkins University Press, Baltimore 1997.

MUELLER, R.C., «The Role of Bank Money in Venice 1300-1500», *Studi Veneziani*, N.S. III, Giardini Editori, Pisa 1979, pp. 47-96.

MURPHY, A.E., *Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist*, Clarendon Press, Oxford 1986.

MURPHY, A.E., *John Law: Economic Theorist and Policy Maker*, Clarendon Press, Oxford 1997.

NEWMAN, P., MILGATE, M. e EAT WELL, J., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 3 vols., Macmillan, Londres 1992.

NICHOLS, D.M., *Modern Money Mechanics: A Workbook on Deposits, Currency and Bank Reserves*, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago 1970.

NIVEAU, M., *Historia de los hechos económicos contemporáneos*, tradu-

ção ao espanhol de Antonio Bosch Doménech, Editorial Ariel, Barcelona 1971.

NORDHAUS, W.E., «The Political Business Cycle», *Review of Economic Studies*, vol. 42, n.º 130, abril de 1975, pp. 169-190; existe uma versão espanhola, publicada com o título de «El ciclo político», *Revista espanola de economía*, vol. VIII, n.º 2, pp. 479-509.

NOVE, A., «Tugan-Baranovski, M.», *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman (eds.), ob. cit., vol. IV, pp. 705-706.

O'BRIEN, D.P., *The Classical Economists,* Oxford University Press, Oxford 1975.

O'DRISCOLL, G.P., «The Specialization Gap and the Ricardo Effect: Comment on Ferguson», *History of Political Economy*, vol. 7, verão de 1975, pp. 261-269.

O'DRISCOLL, G.P., «Rational Expectations, Politics and Stagflation», cap. VII do livro *Time, Uncertainty and Disequilibrium: Exploration of Austrian Themes*, Mario J. Rizzo (ed.), Lexington Books, Massachusetts, 1979, pp. 153-176.

O'DRISCOLL, G.P. e RIZZO, M.J., *The Economics of Time and Ignorance*, Basil Blackwell, Oxford 1985, y Routledge, Londres 1996.

O'DRISCOLL, G.P., «Money: Menger's Evolutionary Theory», *History of Political Economy*, n.º 18, 4, ano 1986, pp. 601-616.

OLARIAGA, L. de, *El dinero*, vol. II, *Organización monetaria y bancaria*, Moneda y Crédito, Madri 1954.

OSCÁRIZ MARCO, F., *El contrato de depósito: estudio de la obligación de guarda*, J.M. Bosch Editor, Barcelona 1997.

PARKER, R.H. e YAMEY, B.S, *Accounting History: some British Contributions*, Clarendon Press, Oxford 1994.

PARNELL, H., *Observations on Paper Money, Banking and Other Trading, including those parts of the evidence taken before the Committee of the House of Commons which explained the Scotch system of banking*, James Ridgway, Londres 1827.

PASTOR, L. M., *Libertad de bancos y cola del de España*, Imprenta de B. Carranza, Madri 1865.

PATINKIN, D., «Real Balances», *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, ob. cit., vol. IV, pp. 98-101.

PAULY, M.V., «The Economics of Moral Hazard», *American Economic Review*, vol. 58, 1968, pp. 531-537.

PEDRAJA GARCÍA, P., *Contabilidad y análisis de balances de la banca, Tomo I, Principios generales y contabilización de operaciones*, Centro de Formación del Banco de España, Madri 1992.

PEMBERTON, R.L., *The Future of Monetary Arrangements in Europe*, Institute of Economic Affairs, Londres 1989.

PENNINGTON, J., « On the Private, Banking Establishments of the Metropolis», fechado em 13 de fevereiro de 1826 e publicado como «Apéndice» a las obras de Thomas Tooke, *A letter to Lord Grenville; On the Effects Ascribed to the Resumption of Cash Payments on the Value of the Currency*, John Murray, Londres 1826; e também em *A History of Prices and of the State of Circulation from 1793-1837*, Longmans, Londres 1838, vol. II, pp. 369 y ss.

PETTY, W., *The Economic Writings of Sir William Petty*, vol. I, reeditado por Augustus M. Kelley, Nova York 1964.

PHILBIN, J.P., «An Austrian Perspective on Some Leading Jacksonian Monetary Theorists», *The Journal of Libertarian Studies: An Interdisciplinary Review*, vol. X, n.º 1, Outono de 1991, pp. 83-95.

PHILLIPS, C.A., *Bank Credit: A Study of the Principles and Factors Underlying Advances Made by Banks to Borrowers*, The Macmillan Company, Nova York 1920 e 1931.

PHILLIPS, C.A., MCMANUS, T. F. e NELSON, R.W., *Banking and the Business Cycle*, Arno Press, Nova York 1937.

PHILLIPS, R.J., *The Chicago Plan & New Deal Banking Reform*, M.E. Sharpe, Armonk, Nova York 1995.

PIQUET, J., *Des banquiers au Moyen Age: les Templiers, étude de leurs opérations financières*, Paris 1939.

PIRENNE, H., *Historia económica y social de la Edad Media*, Fondo de Cultura Económica, Madri 1974.

PLAUTO, *Comedias,* tradução espanhola de Mercedes González-Haba, vol. I, Biblioteca Clásica Gredos, Madri 1992.

POLLOCK, A.H., «Collateralized Money: An Idea Whose Time Has Come Again?», *Durrell Journal of Money and Banking*, vol. V, n.º 1, março de 1993, pp. 34-38.

POWELL, E.T., *Evolution of Money Markets*, Cass, Londres 1966.

PRINCIPE, A., *La responsabilità della banca nei contratti di custodia*, Editorial Giuffrè, Milão 1983.

RAGUET, C., «Report on Bank Charters», *Journal of the Senate, 1820-1921, Pennsylvania Legislature*, pp. 252-268.

RAMEY, V.A., «Inventories as Factors of Production and Economic Fluctuations», *American Economic Review*, junho de 1989, pp. 338-354.

REAL ACADEMIA ESPANOLA, *Diccionario de la lengua espanola*, Espasa Calpe, Madri 1992.

REISMAN, G., «The Value of `Final Products´ Counts Only Itself», *The American Journal of Economics and Sociology,* vol. 63, n.º 3, julho 2004, pp. 609-625.

REISMAN, G., *Capitalism,* Jameson Books, Otawa, Illinois, 1995.

RICARDO, D., *Minor Papers on the Currency Question 1805-1823*, Jacob Hollander (ed.), The Johns Hopkins University Press, Baltimore 1932, pp. 199-201.

RICARDO, D., *On the Principles of Political Economy and Taxation* (1817), volumen I de *The Works and Correspondence of David Ricardo*, Piero Sraffa y M.H. Dobb (eds.), Cambridge University Press, Cambridge 1982. Existe uma tradução ao espanhol de J. Broc, N. Wolff y J. Estrada, com o título de *Principios de economía política y tributación*, Fondo de Cultura Económica, México 1973; e outra muito melhor de Valentín Andrés Álvarez, David Ricardo, *Principios de economía política y tributación*, versãon direta do inglês e prólogo de Valentín Andrés Álvarez, Seminarios y Ediciones, S.A., hora h, Madri 1973. Finalmente, a última e excelente edição, traduzida por Paloma de la Nuez e Carlos Rodríguez Braun, *Principios de Economía Política y Tributación,* con Estudio Preliminar de John Reeder, Ediciones Pirámide, Madri 2003.

RICARDO, D., *The Works and Correspondence of David Ricardo*, Piero Sraffa (ed.), Cambridge University Press, Cambridge 1951-1973.

RITTER, L.S. y SILBER, W.L. *Principles of Money, Banking and Financial Markets*, 3.ª edição revisada e ampliada, Basic Books, Nova York 1980.

RIZZO, M. (ed.), *Time, Uncertainty, and Disequilibrium: Exploration of Austrian Themes*, Lexington Books, Massachusetts, 1979.

ROBBINS, L., *The Great Depression*, The Macmillan Company, Nova York 1934.

ROBINSON, J., *Collected Economic Papers*, Blackwell, Londres 1960.

ROCA JUAN, J., «El depósito del dinero», *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, dirigidos por Manuel Albaladejo, tomo XXII, vol. 1, Editorial Revista del Derecho Privado EDERSA, Madri 1982, pp. 246-255.

ROCKWELL, L.H., *The Gold Standard: An Austrian Perspective*, com

uma «Introdução» de Leland B. Yeager, Lexington Books, Lexington, Massachusetts, 1985.

RODRÍGUEZ BRAUN, C. e SEGURA, J. (eds.), *An Eponymous Dictionary of Economics: A Guide to Laws and Theorems Named after Economists*, Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra, 2004.

ROJO , L.A., *Teoría Económica III: Apuntes basados en las explicaciones de clase, Curso 70-71*, editado por el Autor, Madri 1973.

ROJO, L.A., *Renta, precios y balanza de pagos*, Alianza Universidad, Madri 1976.

ROJO, L.A., *Keynes: su tiempo y el nuestro*, Alianza Editorial, Madri 1984.

ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*, McGraw Hill, Nova York 1996.

RÖPKE, W., C*rises and Cycles*, William Hodge, Londres 1936.

RÖPKE, W., *La teoría de la economía*, 5.ª edição, Unión Editorial, Madri 2007.

ROSTOVTZEFF, M., *Historia social y económica del Imperio Romano*, traduzido do inglês por Luis López-Ballesteros, Espasa Calpe, Madri 1981, 4.ª edição.

ROSTOVTZEFF, M., *Historia social y económica del mundo helenístico*, traduzido do inglês por Francisco José Presedo Velo, Editorial Espasa Calpe, Madri 1967.

ROTHBARD, M.N., *The Panic of 1819: Reactions and Policies*, Columbia University Press, Nova York e Londres 1962.

ROTHBARD, M.N., *What has Government done to our Money?*, Rampart College, Santa Ana, California, 1974; e Ludwig von Mises Institute, Auburn University, 1990.

ROTHBARD, M.N., «Inflation and the Creation of Paper Money», cap. 26 de *Conceived in Liberty, Vol. II; «Salutary Neglect»: The American Colonies in the First Half of the 18th Century*, Arlington House, Nova York 1975 (2.ª edição, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 1999).

ROTHBARD, M.N., «New Light on the Prehistory of the Austrian School», *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Edwin G. Dolan (ed.), Sheed & Ward, Kansas City 1976, pp. 52-74.

ROTHBARD, M.N., «Austrian Definitions of the Supply of Money», *New Directions in Austrian Economics*, Louis M. Spadaro (ed.), Sheed, Andrews & McMeel, Kansas City 1978, pp. 143-156.

ROTHBARD, M.N., *The Mystery of Banking*, Richardson & Snyder, Nova York 1983.

ROTHBARD, M.N., *America's Great Depression*, prologada por Paul Johnson, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, E.U.A., 2000.

ROTHBARD, M.N., «The Federal Reserve as a Cartelization Device: The Early Years: 1913-1930», cap. IV de *Money in Crisis: The Federal Reserve, The Economy and Monetary Reform*, Barry N. Siegel (ed.), Pacific Institute, San Francisco 1984, pp. 89-136. Existe uma tradução ao espanhol publicada com o título de «La creación de la Reserva Federal de los Estados Unidos, como instrumento para restringir la competencia en la industria financiera: los primeros años 1913-1930», *Reporte*, Centro de Estudios en Economía y Educación, n.º 22, verão de 1993, Monterrey, México, pp. 14-44.

ROTHBARD, M.N., «The Case for a Genuine Gold Dollar», *The Gold Standard*, Llewellyn H. Rockwell (ed.), Lexington Books, Lexington, Massachusetts, 1985, pp. 2-7.

ROTHBARD, M.N., «The Myth of Free Banking in Scotland», *The Review of Austrian Economics*, n.º 2, Lexington Books, ano 1988, pp. 229-245.

ROTHBARD, M.N., «Timberlake on the Austrian Theory of Money: A Comment», *The Review of Austrian Economics*, vol. II, 1988, pp. 179-187.

ROTHBARD, M.N., «The Other Side of the Coin: Free Banking in Chile», *Austrian Economics Newsletter*, inverno de 1989, pp. 1-4.

ROTHBARD, M.N., *The Case for a 100 Percent Gold Dollar*,The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, 1991.

ROTHBARD, M.N., «Aurophobia: or Free Banking on what Standard?», *The Review of Austrian Economics*, vol. VI, n.º 1, 1992, pp. 99-108.

ROTHBARD, M.N., *Man, Economy, and State: A Treatise on Economic Principles*, Ludwig von Mises Institute, Auburn University, 3.ª edição, 1993 (*Scholar's Edition*, 2004).

ROTHBARD, M.N., «The Present State of Austrian Economics», *Journal des Économistes et des Études Humaines*, vol.VI, n.º 1, março de 1995, pp. 43-89. Incluído en *The Logic of Action One,* Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra, 1997, p. 165.

ROTHBARD, M.N., *The Case Against the Fed*, The Ludwig von Mises Institute, Aurburn, Alabama, 1994.

ROTHBARD, M.N., *Wall Street, Banks, and American Foreign Policy*, Center for Libertarian Studies, Burlingame, California, 1995.

ROTHBARD, M.N., *Economic Thought before Adam Smith: An Aus-*

trian Perspective on the History of Economic Thought, vol.I, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1995 (Edição espanhola, Unión Editorial, Madri 1999).

ROTHBARD, M.N., *Classical Economics: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, vol. II, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1995 (Edição espanhola, Unión Editorial, Madri 2000).

ROTHBARD, M.N., «The Solution», *The Freeman: Ideas on Liberty*, novembro de 1995, pp. 697-702.

ROTHBARD, M.N., «Milton Friedman Unraveled», *The Journal of Libertarian Studies*, vol. 16, n.º 4, Outono 2002, pp. 37-54.

ROTHBARD, M.N., *The Logic of Action One*, Edward Elgar, Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra, 1997.

RUBIO SACRISTÁN, J.A.: «La fundación del Banco de Amsterdam (1609) y la banca de Sevilla», *Moneda y crédito*, março de 1948.

RUEFF, J., «The Fallacies of Lord Keynes' General Theory», *The Critics of Keynesian Economics*, Henry Hazlitt (ed.), Arlington House, Nova York 1977, pp. 239-263.

RUIZ MARTÍN, F.: *Pequeño capitalismo, gran capitalismo: Simón Ruiz y sus negocios en Florencia*, Editorial Crítica, Barcelona 1990.

SALERNO, J.T. e EBELING, R.M., «An Interview with Professor Fritz Machlup», *The Austrian Economics Newsletter*, vol. III, n.º 1, verão de 1980, p. 12.

SALERNO, J.T., «Gold Standards: True and False», *The Cato Journal: An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, vol. III, n.º 1, primavera de 1983, pp. 239-267.

SALERNO, J.T., «Mises and Hayek Dehomogenized», *The Review of Austrian Economics*, vol. VI, n.º 2, ano 1993, pp. 113-146.

SALERNO, J., «War and the Money Machine: Concealing the Costs of War Beneath the Veil of Inflation», cap. 17 de John V. Denson (ed.), *The Costs of War: America´s Pyrrhic Victories*, Transaction Publishers, New Brunswick e Londres 1997, pp. 367-387.

SALIN, P., *L'unité monétaire européene: au profit de qui?*, Economica, Paris 1980.

SALIN, P., «Macro-Stabilization Policies and the Market Process», *Economic Policy and the Market Process: Austrian and Mainstream Economics*, Groenveld, K., Maks, J.A.M. e Muysken, J. (eds.), North-Holland, Amsterdam 1990, pp. 201-221.

SALIN, P., «In Defense of Fractional Monetary Reserves», artigo

apresentado na 7.ª Austrian Scholars Conference, Auburn University, Alabama, 30-31 março 2001.

SALIN, P., «Maurice Allais: un économiste liberal?», artigo não publicado.

SAMUELSON, P.A., «Paradoxes in Capital Theory: A Summing Up», *Quarterly Journal of Economics*, n.º 80, 1966, pp. 568-583.

SAMUELSON, P.A. y NORDHAUS, W.D., *Economics*, McGraw-Hill, Nova York, 13.ª edição (1989), 14.ª edição (1992) y 15.ª edição (1995); existem traduções espannolas publicadas pela mesma casa editorial em Madri.

SANTILLANA, R., *Memoria histórica sobre los bancos nacional de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando, y de España*, reedição do Banco de España, Madri 1982.

SARAVIA DE LA CALLE, L., *Instrucción de mercaderes*, Pedro de Castro, Medina del Campo 1544, reeditado na Colección de Joyas Bibliográficas, Madri 1949.

SARDÁ, J.: *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía espanola en el siglo XIX*, Ediciones Ariel, Barcelona 1970 (1.ª edição, Consejo Superior de Investigaciones Científicas, Instituto de Economía "Sancho de Moncada", Madri 1948).

SCARAMOZZINO, P., *Omaggio a Bruno Leoni*, Ed. A. Giuffré, Milão 1969.

SCHULER, K. e WHITE, L., «Free Banking History», *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, Londres 1992, vol.2, pp. 198-200.

SCHUMPETER, J.A., *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*, traduzido por Jesús Prados Arrarte para el Fondo de Cultura Económica, México 1963. Edição original alemã *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung: Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjukturzyklus*, Verlag von Duncker Humblot, Munique e Leipzig 1912.

SCHUMPETER, J.A., *Historia del análisis económico*, 3.ª edição, Editorial Ariel, Barcelona 1994.

SCHWARTZ, A.J., «Banking School, Currency School, Free Banking School», *The New Palgrave: Dictionary of Money and Finance*, vol. I, Macmillan, Londres 1992, pp. 148-151.

SCHWARTZ, A.J., «The Theory of Free Banking», artigo apresentado na Reunião Regional da Sociedade Mont Pèlerin, Rio de Janeiro, 5-8 de setembro de 1993.

SCHWARTZ, P., «El monopolio del banco central en la historia del pensamiento económico: un siglo de miopía en Inglaterra», publicado em *Homenaje a Lucas Beltrán*, Editorial Moneda y Crédito, Madri 1982.

SCHWARTZ, P., «Macro y Micro», *Cinco Días*, Madri, 12 de abril de 1993, p. 3.

SELGIN, G.A., «The Stability and Efficiency of Money Supply under Free Banking», *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, n.º 143, ano 1987, pp. 435-456; reeditado em *Free Banking: Volume III, Modern Theory and Policy*, Lawrence H. White (ed.), Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1993, pp. 45-66.

SELGIN, G.A., *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, Rowman & Littlefield, Totowa, Nova Jersey, 1988.

SELGIN, G.A., «Short-Changed in Chile: The Truth about the Free Banking Episode», *Austrian Economics Newsletter*, primavera-inverno de 1990.

SELGIN, G.A., «Are Banking Crises a Free-Market Phenomenon?», manuscrito apresentado diante da Reunião Regional da Mont Pèlerin Society, Río de Janeiro, 5-8 de setembro de 1993.

SELGIN, G.A., «Free Banking and Monetary Control», *Economic Journal*, vol. 104, n.º 427, novembro de 1994, pp. 1449-1459.

SELGIN, G.A. e WHITE, L.H., «How would the invisible hand handle money?», *Journal of Economic Literature*, vol XXXII, n.º 4, dezembro de 1994, pp. 1718-1749.

SELGIN, G.A. e WHITE, L.H., «In Defense of Fiduciary Media or, We are *Not* Devo(lutionists), We are Misesians!», *The Review of Austrian Economics*, vol.9, n.º 2, 1996, pp.83-87.

SELGIN, G.A., *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, Institute of Economic Affairs (I.E.A.), Hobart Paper 132, Londres 1997.

SENNHOLZ, H.F., *Money and Freedom*, Libertarian Press, Spring Mills, Pennsylvania, 1985. Traduzido ao espanhol e publicado em Buenos Aires (Argentina) na revista *Libertas*, n.º 7, outubro de 1987, ano 4, pp. 3-77.

SERRERA CONTRERAS, P.L., *El contrato de depósito mercantil*, Marcial Pons, Madri 2001.

SHAH, P.J., «The Option Clause in Free Banking Theory and History: A Reappraisal», *The Review of Austrian Economics*, 10, n.º 2 (1997), pp. 1-25.

SHERMAN, H.J., *Introduction to the Economics of Growth, Unemployment and Inflation*, Appleton, Nova York 1964.

SIEGEL, B.N. (ed.), *Money in Crisis: The Federal Reserve, the Economy and Monetary Reform*, Pacific Institute for Public Policy Research, San Francisco 1984.

SIERRA BRAVO, R., *El pensamiento social y económico de la Escolástica desde sus orígenes al comienzo del catolicismo social*, Consejo Superior de Investigaciones Científicas, Instituto de Sociología «Balmes», Madri 1975.

SILVESTRE PÉREZ, P., *Contabilidad de cajas de ahorro*, Centro de Formación del Banco de España, Madri 1982.

SIMONS, H.C., «A Positive Program for Laissez-Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy», publicado originariamente como «Public Policy Pamphlet», n.º 15, Harry D. Gideonse, University of Chicago Press, Chicago 1934, e reeditado como cap. II de *Economic Policy for a Free Society*, ob. cit.

SIMONS, H.C., «Rules *versus* Authorities in Monetary Policy», *Journal of Political Economy*, XLIV, n.º 1, fevereiro de 1936, pp. 1-30; reeditado como cap. VII do livro *Economic Policy for a Free Society*, ob. cit., pp. 160-183.

SIMONS, H.C., *Economic Policy for a Free Society*, The University of Chicago Press, Chicago 1948.

SKIDELSKY, R., *John Maynard Keynes: The Economist as Saviour, 1920-1937*, Macmillan, Londres 1992.

SKOUSEN, M., *The Economics of a Pure Gold Standard*, Praxeology Press, Auburn University, Alabama, 1977 e 1988; e The Foundation for Economic Education, Nova York 1996.

SKOUSEN, M., *The Structure of Production*, New York University Press, Londres e Nova York 1990.

SKOUSEN, M., *Economics on Trial: Lies, Myths and Realities*, Business One Irwin, Homewood, Illinois, 1991.

SKOUSEN, M. (ed.), *Dissent on Keynes: A Critical Appraisal of Keynesian Economics*, Praeger, Nova York e Londres 1992.

SKOUSEN, M., «Who Predicted the 1929 Crash?», *The Meaning of Ludwig von Mises*, Jeffrey M. Herbener (ed.), Kluwer Academic Publishers, Amsterdam 1993, pp. 247-284.

SKOUSEN, M., «I like Hayek: How I Use His Model as a Forecasting Tool», apresentado na The Mont Pèlerin Society General Meeting, Cannes, Francia, 25-30 de setembro de 1994, manuscri-

to não publicado.

SKOUSEN, M., «The Free Market Response to Keynesian Economics», *Dissent on Keynes*, Mark Skousen (ed.), ob. cit.

SKOUSEN, M., «The Perseverance of Paul Samuelson's *Economics*», *Journal of Economic Perspectives,* 2, n.º 2, primavera 1997, pp. 137-152.

SKOUSEN, M., *Vienna and Chicago: Friends or Foes*, Capital Press, Washington D.C., 2005.

SMITH, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, W. Strahan & T. Cadell in the Strand, Londres 1776. Existe uma edição de E. Cannan, Modern Library, Nova York 1937 e 1965; e outra, *The Glasgow Edition*, publicada por Oxford University Press, 1976. Tradução ao espanhol com o título de *La riqueza de las naciones*, edição de Carlos Rodríguez Braun, Alianza Editorial, Madri 1994.

SMITH, V.C., *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, Liberty Press, Indianápolis 1990; Traduzido ao espanhol por José Antonio de Aguirre e publicado por Unión Editorial e Ediciones Aosta em 1993, com o título de *Fundamentos de la banca central y de la libertad bancaria*.

SODDY, F., *Wealth, Virtual Wealth and Debt*, E.P. Dutton, Nova York 1927.

SOTO, D. de, *De iustitia et iure*, Andreas Portonarijs, Salamanca 1556. Edição bilíngue latina e castellana do Instituto de Estudios Políticos, 5 volumes, Madri 1968.

SOUSMATZIAN VENTURA, E., «¿Puede la intervención gubernamental evitar las crisis bancarias?», *Revista de la Superintendencia de bancos y otras instituciones financieras*, n.º 1, abril-junho 1994, Caracas, Venezuela, pp. 66-87.

SPADARO, L.M. (ed.), *New Directions in Austrian Economics*, Sheed, Andrews & McMeel, Kansas City 1978.

SPRAGUE, O.B.W., *History of Crises and the National Banking System*, originariamente publicado en 1910 e reeditado por Augustus M. Kelley, Nova Jersey, 1977.

SRAFFA, P., «Doctor Hayek on Money and Capital», *Economic Journal*, n.º 42, 1932, pp. 42-53; Tradução espanhola em F.A. Hayek, *Contra Keynes y Cambridge*, ob. cit.

SRAFFA, P., *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press, Cambridge 1960. Tradução espanhola de Oikos-tau, Barcelona 1975.

STANKIEWICZ, T., «Investment under Socialism», *Communist Economies*, vol. I, n.º 2, 1989, pp. 123-130.

STEUART, J., *An Enquiry into the Principles of Political Oeconomy: Being an Essay on the Science of Domestic Policy in Free Nations*, A. Miller & T. Cadell in the Strand, Londres 1767.

STIGLER, G.J., *Production and Distribution Theories*, Transaction Publishers, Londres 1994.

STIGLITZ, J.E., «Risk, Incentives and Insurance: The Pure Theory of Moral Hazard», *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, n.º 26, ano 1983, pp. 4-33.

STRIGL, R. v., *Kapital und Produktion*, publicado por Philosophia Verlag, Munique e Viena 1934 y 1982. Tradução inglesa de Margaret Rudelich Hoppe e Hans-Hermann Hoppe, publicada com o título de *Capital and Production*, Mises Institute, Auburn, Alabama, 2000 (Introducção e edição aos cuidados de Jörg Guido Hülsmann).

STRIGL, R.v., *Curso medio de economía*, Traduzido ao espanhol por M. Sánchez Sarto, Fondo de Cultura Económica, México 1941.

SUMMERS, L., *Understanding Unemployment*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1990.

TAMAMES, R., *Fundamentos de estructura económica*, Alianza Universidad, 10.ª edição revisada, Madri 1992.

TAUSSIG, F.W., *Principles of Economics,* 3.ª edição, vol. I, Macmillan, Nova York 1939.

TAVLAS, G.S., «Chicago, Harvard, and the Doctrinal Foundations of Monetary Economics», *Journal of Political Economy*, n.º 1, vol. 105, fevereiro de 1997, pp. 153-177.

TAYLOR, J., *Construction Construed and Constitutions Vindicated*, Shepherd & Polland, Richmond, Virginia, 1820; reeditado por Da Capa Press, Nova York 1970.

TEDDE DE LORCA, P., «La banca privada española durante la Restauración (1874-1914)», *La banca espanola en la Restauración*, vol. I, Servicio de Estudios del Banco de España, Madri 1974.

TEDDE DE LORCA, P., *El banco de San Carlos (1782-1829)*, Banco de España e Alianza Editorial, Madri 1988.

TELLKAMPF, J.L., *Essays on Law Reform, Commercial Policies, Banks, Penitenciaries, etc., in Great Britain and the United States of America*, Williams and Norgate, Londres 1859.

TELLKAMPF, J.L., *Die Prinzipien des Geld und Bankwesens*, Put-

tkammer e Mühlbrecht, Berlín 1867.

TEMIN, P. e VOTH, H.-J., «Riding the South Sea Bubble», *The American Economic Review,* vol. 94, n.º 5, dezembro 2004, pp. 1654-1668.

TERMES CARRERÓ, R., *Carlos V y uno de sus banqueros: Jacobo Fugger*, Asociación de Caballeros del Monasterio de Yuste, Madri 1993.

THATCHER, M., *Los anos de Downing Street*, Editorial El País-Aguilar, Madri 1993.

THIES, C.F., «The Paradox of Thrift: RIP», *Cato Journal*, vol. 16, n.º 1, Primavera-verão 1996, pp. 119-127.

THORBECKE, W., «The Distributional Effects of Disinflationary Monetary Policy», Jerome Levy Economics Institute Working Paper n.º 144, George Mason University, 1995.

THORNTON, H., «Evidence given before the Lords' Committee of Secrecy appointed to inquire into causes on which produced the Order of Council of the 27th February 1797», reproduzida em *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, F.A. Hayek (ed.), Augustus M. Kelley, Fairfield 1978, p. 303.

THORNTON, H., *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, originariamente publicado em 1802 e reeditado con una «Introduction» de F.A. Hayek, Augustus M. Kelley, Fairfield 1978. Edição espanola com Estudio Preliminar de Fernando Méndez Ibisate, *Crédito Papel*, Edics. Pirámide, Madri 2000.

TIMBERLAKE, R., «The Central Banking Role of Clearinghouse Associations», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 16, fevereiro de 1984, pp. 1-15.

TIMBERLAKE, R., «Private Production of Scrip-Money in the Isolated Community», *Journal of Money, Credit and Banking*, número de 4 de outubro de 1987, (19), pp. 437-447.

TIMBERLAKE, R., «A Critique of Monetarist and Austrian Doctrines on the Utility and Value of Money», *The Review of Austrian Economics*, n.º 1, 1987 pp. 81-96.

TIMBERLAKE, R., «A Reassessment of C.A. Phillips' Theory of Bank Credit», *History of Political Economy*, 20:2, 1988, pp. 299-308.

TIMBERLAKE, R., «The Government's Licence to Create Money», *The Cato Journal: An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, vol. IX, n.º 2, Outono de 1989, pp. 302-321.

TOBIN, J., «Financial Innovation and Deregulation in Perspective», *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, n.º 3, ano 1985, pp. 19-29.

TODD, S.C., *The Shape of Athenian Law*, Clarendon Press, Oxford 1993.

TOOKE, T., *A History of Prices and of the State of the Circulation from 1793-1837*, vol. II, com um Apêndice de J. Pennington, Longman, Londres 1838.

TOOKE, T., *An Inquiry into the Currency Principle,* 2.ª edição, Longmans, Londres 1844.

TORIBIO DÁVILA, J.J., «Problemas éticos en los mercados financieros»; apresentada nos *Encuentros sobre la dimensión ética de las instituciones y mercados financieros*, Fundación BBV, Madri, junho de 1994.

TORRE SAAVEDRA, E. de la, GARCÍA VILLAVERDE, R. y BONARDELL LENZANO, R. (eds.), *Contratos Bancarios*, Editorial Cívitas, Madri 1992.

TORRENS, R., *A Letter to the Right. Hon. Lord Viscount Melbourne, on the causes of the Recent Derangement in the Money Market, and on Bank Reform*, Longman, Reees, Orme, Brown & Green, Londres 1837.

TORRERO MAÑAS, A., *La crisis del sistema bancario: lecciones de la experiencia de Estados Unidos*, Editorial Cívitas, Madri 1993.

TORRES LÓPEZ, J., *Introducción a la economía política*, Editorial Cívitas, Madri, 1992.

TORTELLA, G., *Los orígenes del capitalismo en España: banca, industria y ferrocarriles en el siglo XIX*, Editorial Tecnos, Madri 1973. Versão em inglês publicada com o título de *Banking, Railroads and Industry in Spain, 1829-1874*, Arno Press, Nova York 1977.

TRAUTWEIN, H-M., «Hayek´s Double Failure in Business Cycle Theory: A Note», en *Money and Business Cycles: The Economics of F.A. Hayek*, Colonna, M. e Hagemann, H. (eds.), Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1994, vol. I, cap. 4, pp. 74-81.

TRAUTWEIN, H-M., «Money, Equilibrium, and the Business Cycle: Hayek´s Wicksellian Dichotomy», *History of Political Economy*, vol. 28, n.º 1, Primavera de 1996, pp. 27-55.

TRIGO PORTELA, J., «Historia de la Banca», cap. III de la *Enciclopedia práctica de la banca*, tomo VI, Editorial Planeta, Barcelona 1989.

TUFTE, E.R., *Political Control of the Economy*, Princeton University Press, Princeton 1978.

TUGAN-BARANOVSKY, M., *Las crisis industriales en Inglaterra*, La España Moderna, Madri 1912; trad. francesa de Joseph Schapiro *Les crises industrielles en Angleterre*, M. Giard & E. Griere, Paris 1913.

TUGAN-BARANOVSKY, M., *El socialismo moderno*, Tomo XIII da Bi-

blioteca Sociológica de Autores Españoles y Extranjeros, Madri 1914.

TUGAN-BARANOVSKY, M., *Los fundamentos teóricos del marxismo*, com um Prólogo de Ramón Carande, Hijos de Reus, Madri 1915.

TUGAN-BARANOVSKY, M., «Crisis económicas y producción capitalista», *Lecturas de economía política*, Francisco Cabrillo (ed.), Minerva Ediciones, Madri 1991, pp. 191-210.

USABIAGA IBAÑEZ, C. e O'KEAN ALONSO, J.M., *La nueva macroeconomía clásica: uma aproximación metodológica al pensamiento económico*, Ediciones Pirámide, Madri 1994.

USHER, A.P., *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1943.

VALMAÑA OCHAITA, A., *El depósito irregular en la Jurisprudencia romana*, Edisofer, Madri, 1996.

VALPUESTA GASTAMINZA, E.M., «Depósitos bancarios de dinero: libretas de ahorro», *Contratos bancarios*, Enrique de la Torre Saavedra, Rafael García Villaverde e Rafael Bonardell Lenzano (eds.), Editorial Cívitas, Madri 1992.

VAN DEN HAUWE, L., *Foundations of Business Cycle Research*, vols. I y II, Saarbrücken, Alemania, VDM Verlag Dr. Müller, 2009.

VAN DEN HAUWE, L., «Review of Huerta de Soto's *Money, Bank Credit and Economic Cycles*», *New Perspectives on Political Economy*, vol. 2, n.º 2, 2006, pp. 135-141.

VAN DEN HAUWE, L., «The Uneasy Case for Fractional Reserve Free Banking», *Procesos de Mercado*, vol. III, n.º 2, Outono 2006, pp. 143-196.

VAN DEN HAUWE, L., «Credit Expansions, the Prisoner's Dilemma and Free Banking as Mechanism Design», *Procesos de Mercado*, vol. V, n.º 2, Outono 2008, pp. 133-174.

VAN ZIJP, R., *Austrian and New Classical Business Cycle Theory*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1994.

VIAÑA REMIS, E., *Lecciones de Contabilidad Nacional*, Editorial Civitas, Madri 1993.

VILAR, P., *Oro y moneda en la Historia (1450-1920)*, Editorial Ariel, Barcelona 1972.

VV.AA., *Contratos bancarios y parabancarios*, Edit. Lex Nova, Valladolid 1998.

VV.AA., *Enciclopedia práctica de la banca*, tomo VI, Editorial Planeta, Barcelona 1989.

VV.AA., *Enciclopedia universal ilustrada europeo-americana*, Editorial Espasa-Calpe, Madri 1979.

VV.AA., *Homenaje a Lucas Beltrán*, Editorial Moneda y Crédito, Madri 1982.

VV.AA., *La Biblia de Jerusalén*, Editorial Desclée de Brouwer, Bilbao 1970.

VV.AA., *La Biblia Sacra vulgatam versionem*, ed. R. Weber, Stuttgart 1969.

VV.AA., *La cuenta corriente de efectos o valores de un sector de la banca catalana: su repercusión en el crédito y en la economía, su calificación jurídica en el ámbito del derecho penal, civil y mercantil positivos españoles según los dictámenes emitidos por los letrados señores Rodríguez Sastre, Garrigues, Sánchez Román, Goicoechea, Miñana y Clemente de Diego, seguidos de un estudio sobre la cuenta de efectos y el Mercado Libre de Valores de Barcelona por D. Agustín Peláez, Síndico Presidente de la Bolsa de Madri*, Delgado Sáez, Madri 1936.

VV.AA., *Real Cédula de S.M. y Señores del Consejo, por la qual se crea, erige y autoriza um Banco nacional y general para facilitar las operaciones del comercio y el beneficio público de estos Reynos y los de Indias, con la denominación de Banco de San Carlos baxo las reglas que se expresan*, Imprenta de D. Pedro Marín, Madri 1782.

WAINHOUSE, C.E., «Hayek's Theory of the Trade Cycle: The Evidence from the Time Series», Ph.D. dissertation, New York University, 1982.

WAINHOUSE, C.E., «Empirical Evidence for Hayek's Theory of Economic Fluctuations», cap. II de *Money in Crisis: the Federal Reserve, the Economy and Monetary Reform*, Barry N. Siegel (ed.), Pacific Institute for Public Policy Research, San Francisco 1984.

WALKER, A., *The Science of Wealth: A Manual of Political Economy embracing the Laws of Trade, Currency and Finance*, Little Brown, Boston 1867; 3.ª edição 1869.

WARDE NORMAN, G., *Remarks upon some Prevalent Errors with respect to Currency and Banking, and Suggestions to the Legislature and the Public as to the Improvement in the Monetary System*, P. Richardson, Londres 1838.

WEST, E.G., *Adam Smith and Modern Economics: From Market Behaviour to Public Choice*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1990.

WHITE, L.H., *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800-1845*, Cambridge University Press, Londres e Nova York 1984.

WHITE, L.H., *Competition and Currency: Essays on Free Banking and*

Money, Nova York University Press, Nova York 1989.

WHITE, L.H., «Mises on Free Banking and Fractional Reserves», cap. 35 de *A Man of Principle: Essays in Honor of Hans F. Sennholz*, Grove City College Press, Grove City, Pennsylvania, 1992, pp. 517-533.

WHITE, L.H. (ed.), *The Crisis in American Banking*, New York University Press, Nova York 1993.

WHITE, L.H. (ed.), *Free Banking: Volume I, 19th Century Thought; Volume II, History; Volume III, Modern Theory and Policy*, Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1993.

WHITE, L.H., «What has been breaking U.S. banks?», en *Critical Review*, volumen 7, n.º 2-3, primavera-verão 1993, pp. 321-334.

WICKER, E., *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge University Press, Cambridge 1996 e 2000.

WICKSELL, K., *Geldzins und Güterpreise: Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen* (Verlag von Gustav Fischer, Jena 1898). Traduzido ao ingles por R.F. Kahn com o título de *Interest and Prices: A study of the Causes Regulating the Value of Money*, Macmillan, Londres 1936 e August M. Kelley, Nova York 1965.

WICKSELL, K., *Lectures on Political Economy*, vols. I y II, Routledge & Kegan Paul, Londres 1935. Existe una tradução ao espanhol de Francisco Sánchez Ramos, publicada em um só volume, com o título de *Lecciones de economía política*, M. Aguilar, Madri 1947.

WILSON, J., *Capital, Currency and Banking*, The Economist, Londres 1847.

WINIECKI, J., *The Distorted World of Soviet-Type Economies*, Routledge, Londres 1988 e 1991.

WOOD, G.A. et al., *Central Bank Independence: What is it and what will it do for us?*, Institute of Economic Affairs, Londres 1993.

WUBBEN, E.F.M., «Austrian Economics and Uncertainty», *First European Conference on Austrian Economics*, Maastricht, abril 1992.

YEAGER, L.B. (ed.), *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1962.

YEAGER, L.B., *The Fluttering Veil: Essays on Monetary Disequilibrium*, editado e introduzido por George Selgin, Liberty Fund, Indianápolis 1997.

Índice de Matérias

Índice de Nomes